



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

**Grado en Derecho y Administración y
Dirección de Empresas**

**La remuneración del accionista
mediante el *scrip dividend***

Presentado por:

Miguel Pedro García Cañibano

Tutelado por:

Gabriel de la Fuente Herrero

Valladolid, 14 de Marzo de 2017

ÍNDICE

RESUMEN. Palabras clave	1
ABSTRACT. Keywords	1-2
1. INTRODUCCIÓN	3
2. RESULTADO DE LA EMPRESA Y REPARTO DE BENEFICIOS	4
3. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y LAS IMPERFECCIONES	8
4. DIFERENTES FORMAS DE REMUNERAR AL ACCIONISTA	18
4.1. LA SITUACIÓN DE LOS DIVIDENDOS EN LA BOLSA ESPAÑOLA...	18
4.2. LAS FÓRMULAS DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA.....	19
5. LOS <i>SCRIP DIVIDENDS</i>	20
5.1. CONCEPTO, CARACTERÍSTICAS Y DIFERENCIAS CON OTRAS FIGURAS.....	20
5.2. RÉGIMEN JURÍDICO Y PROCEDIMIENTO DE APROBACIÓN Y EJECUCIÓN.....	24
5.3. MODALIDADES DE <i>SCRIP DIVIDENDS</i>	29
5.3.1. <i>Scrip dividends</i> con suscripción de acciones de nueva emisión.....	29
5.3.2. <i>Scrip dividends</i> con venta de los derechos de asignación en el mercado...	30
5.3.3. <i>Scrip dividends</i> con venta de los derechos de asignación a la empresa...	32
5.4. PARTIDAS DEL PASIVO APLICABLES A LA OPERACIÓN.....	33
6. LOS <i>SCRIP DIVIDENDS</i> EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS	34
6.1. LOS CAMBIOS EN LA FISCALIDAD PARA EL AÑO 2017.....	36
7. BANCO SANTANDER	38
8. CONCLUSIONES	45
9. BIBLIOGRAFÍA	47
10. ANEXOS	52
ANEXO I: las 19 fórmulas de remuneración al accionista.....	52
ANEXO II: Banco Santander.....	55

RESUMEN

Los *scrip dividends* son una de las fórmulas con las que cuentan las empresas para remunerar a sus accionistas. Se trata de una original vía por la que el socio decide la forma en que quiere percibir el resultado de sus inversiones: en efectivo o en nuevas acciones. El presente trabajo se ocupa de explicar esta figura, las modalidades que presenta, su evolución en España desde su implementación y los efectos que pueden producir los recientes cambios fiscales. No se puede entender, sin embargo, la figura del *scrip* sin dedicar un visionado previo a los estudios de la política de dividendos que desde el siglo pasado realizan los expertos en finanzas corporativas. Las teorías financieras del dividendo ayudan a comprender la naturaleza del *scrip*. En mercados de capitales perfectos, la cantidad de dividendo repartida no tiene efecto sobre el valor de la empresa, siempre que los recursos no se destinen a un uso ineficiente. Sin embargo, la realidad demuestra la presencia de imperfecciones, que hacen que los accionistas puedan diferir en sus preferencias por el dividendo versus plusvalías. Esto condiciona el efecto valor del dividendo y justifica la existencia del *scrip dividend* al ofrecer al accionista la posibilidad de adaptar el dividendo a sus preferencias personales. El análisis teórico del *scrip* es complementado con el estudio del caso real del Banco de Santander.

Palabras clave: Dividendo, valor, imperfecciones, elección, Banco de Santander.

ABSTRACT

Scrip dividends are one of the formulas that companies have to remunerate its shareholders. They are an original system by which the shareholder decides the way he wants to earn the result of his investments: a cash dividend or getting new shares. The following essay deals with this figure, shows its types and its evolution in Spain since its implementation, and the effects the tax changes may produce. However, it is impossible to understand the scrip without

a preview of the studies that corporation finance experts have been doing about the dividend policy since the last century. Finance dividend theories allow to understand the nature of the scrip. In perfect capital markets, the dividend distribution has no effect on the company value, as long as the resources are not used inefficiently. However, real world proves the existence of imperfections which make possible differences between shareholders about their preferences for dividend versus capital gains. This impacts on the dividend effect as a value and justifies the existence of the scrip dividend, that provides the shareholder the possibility of adjust the dividend to his personal preferences. The theory of the scrip is also completed with the real case of Banco de Santander.

Keywords: *Dividend, value, imperfections, choice, Banco de Santander.*

1. INTRODUCCIÓN

La política de reparto de dividendos ha sido, desde principios del siglo pasado, una de las principales cuestiones de las finanzas corporativas a la que, ni siquiera en la actualidad, se ha conseguido dar total claridad. Numerosos trabajos han tratado de hallar la política óptima de dividendos y su relación con el valor de la empresa. Modigliani y Miller (1961) demostraron la irrelevancia de los dividendos en el valor empresarial siempre bajo las condiciones de un mercado de capitales perfecto, dando un vuelco al pensamiento imperante hasta entonces en la doctrina financiera. Su trabajo abrió la puerta al estudio de una serie de condicionantes que se dan realmente en el mercado, las imperfecciones, y que pueden repercutir en el efecto del dividendo sobre el valor de la compañía y en la preferencia del socio respecto a una u otra política de dividendos.

Dentro del reparto de dividendos, la empresa cuenta con hasta 19 posibles fórmulas de remuneración a sus accionistas¹. El presente trabajo se centra en la figura del *scrip dividend*, una fórmula alternativa frente a la tradicional distribución de dividendos en efectivo. La clave del *scrip* consiste en dar libertad al accionista para decidir, en función de sus objetivos, entre suscribir gratuitamente acciones nuevas procedentes de una ampliación de capital liberada o por el contrario vender los derechos de asignación (a la empresa o al mercado) que le corresponden para obtener dinero líquido.

La vía de los *scrip dividends* cobró protagonismo durante la última crisis financiera global, especialmente a partir del año 2009, pues ofrecía a las empresas la posibilidad de reducir la salida de tesorería y aumentar su recapitalización de manera simulada. Sin embargo, en la actualidad su utilización se ha ido reduciendo poco a poco en favor del reparto en efectivo, y es probable que los cambios fiscales previstos para 2017 supongan una “ficción” de libertad del socio para elegir entre las vías que le propone el *scrip*,

¹ Bolsas y Mercados Españoles (2013): *Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. p. 28. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscal_es_contables_y_ejemplos [Última consulta: 05/01/2017].

pues como veremos se favorece el trato fiscal para aquellos que elijan el camino de obtener acciones en lugar de liquidez.

Partiendo de esta base, el resto del trabajo se organiza de la siguiente manera: el epígrafe siguiente recoge desde el punto de vista contable de dónde procede el reparto de dividendos. A continuación, el epígrafe 3 analiza algunas de las principales teorías en la política de dividendos y los efectos de las imperfecciones del mercado. El punto cuarto analiza el contexto de los dividendos en la Bolsa española y las fórmulas existentes para remunerar. En los siguientes epígrafes (5, 6 y 7) entramos de lleno en los *scrip dividends*, su regulación jurídica y método de aprobación, sus modalidades particulares y su situación en las empresas españolas. Es importante conectar el modelo teórico de las imperfecciones con su reflejo en el mercado y las decisiones de los inversores a la hora del reparto. Para poder comprenderlo mejor, se recoge un apartado dedicado al caso concreto de la primera entidad española en utilizar el *scrip*, el Banco Santander. Por último, se expondrán las conclusiones alcanzadas.

Las tablas y gráficos se presentan agrupados al final del texto, numerados según orden de aparición de la siguiente manera: por ejemplo, la Tabla 4.1-1 indica que es la 1ª tabla del epígrafe 4.1.

El trabajo cuenta con dos anexos: el primero recoge un esquema de las 19 fórmulas de remuneración y el segundo complementa el análisis concreto de los *scrip dividends* en el Banco Santander.

2. RESULTADO DE LA EMPRESA Y REPARTO DE BENEFICIOS

Según lo establecido en el Texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital² (de ahora en adelante LSC y de la que destacaremos varios preceptos), publicado en BOE, nº 161, de 03/07/2010, al finalizar un ejercicio

² BOE (2010): Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> [Consulta: 12/11/2016].

contable la Junta General resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado (artículo 273.1).

El resultado de la empresa puede ser positivo o negativo, dependiendo de si ha habido beneficios o si por el contrario se ha producido una pérdida. Si el resultado son pérdidas, la distribución de resultados no ha lugar y contablemente se abonará a la cuenta Pérdidas y Ganancias (129) con cargo a la de Resultados negativos de ejercicio anteriores (121), la cual figurará en el pasivo del balance de situación, disminuyendo los fondos propios.

Si el ejercicio se ha cerrado con beneficios se debe realizar una propuesta de distribución del mismo que aparecerá en el apartado tercero de la Memoria. La contabilización será en el ejercicio siguiente, después de haber sido aprobada por la Junta General de Accionistas.

La distribución de ese beneficio debe destinarse primeramente a dotar reservas. La LSC recoge en diversos artículos las obligaciones legales de reparto de beneficios atendiendo a diferentes circunstancias:

- A la recuperación de la situación patrimonial de la empresa. La descapitalización o pérdida de valor neto patrimonial de la empresa en años anteriores, contablemente recogido en la cuenta “Resultados negativos de ejercicios anteriores (121)”, es paliada con los beneficios actuales equilibrando el patrimonio (art. 273.2 párrafo segundo).
- A la dotación de reserva legal: esta reserva tiene como misión proteger al capital social. En el art. 274.1 de la LSC se establece su cuantía: el 10% del beneficio del ejercicio hasta alcanzar, al menos, el 20% del capital social; mientras que en el art. 274.2 se fija su destino: compensar pérdidas.

En el derogado Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas³ (BOE, nº 310, de 27/12/1989 y vigente hasta 2010), en el art. 213.4 se incluía también

³ [Disposición derogada] BOE (1989): Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-30361> [Consulta: 12/11/2016].

como obligatoria una dotación a Reserva por Fondo de Comercio siempre que la empresa tuviera establecido en su balance un Fondo de Comercio; caso en el que había que dedicar un 5% de los beneficios a esta reserva hasta alcanzar el importe de la cuenta de activo. Este párrafo aparecía a su vez en el apartado 4 del art. 273 (sobre la aplicación del resultado) de la citada LSC pero dicho apartado fue suprimido por el apartado doce de la disposición final cuarta de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas⁴ (BOE, nº 173, de 21/07/2015), aplicable a los estados financieros que se correspondan con los ejercicios que comiencen a partir de 1 de enero de 2016 (apartado 4 de la disposición final decimocuarta).

Una vez dotadas las reservas anteriores y siempre que:

- éstas sean como mínimo igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance tal y como establece el art. 273.3 LSC; y

- el valor del patrimonio no sea o, a consecuencia del reparto, no resulte ser inferior al capital social (art. 273.2 párrafo 1),

entonces se podrán repartir beneficios en concepto de dividendos, los cuales serán en proporción a su participación (del socio) en el capital social, para el caso de las sociedades de responsabilidad limitada y al capital desembolsado para las sociedades anónimas (art. 275).

Legalmente, el participar en el reparto es un derecho recogido en la LSC. En su art. 93 a) se establece, entre otros derechos del socio, el de participar en el reparto de las ganancias sociales y en el patrimonio resultante de la liquidación. Este derecho se entiende materializado en el pago de dividendos, pero es un derecho abstracto y económico, es decir, se tiene derecho a participar en el reparto de beneficios pero no derecho al dividendo propiamente dicho, salvo que la Junta General de Accionistas acuerde el reparto por este concepto y esté recogido en los Estatutos de la sociedad.

⁴ BOE (2015): Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8147> [Consulta: 12/11/2016].

No hay pues una norma dentro del ordenamiento jurídico que establezca la obligación de repartir dividendos, aunque parece evidente que el pago de dividendos es uno de los argumentos de las sociedades para atraer a los inversores. De hecho, si una sociedad con posibilidad de pagar dividendos se negara a repartirlos ejercicio tras ejercicio, el derecho del socio al reparto de las ganancias, reconocido en la ley, se vería vulnerado. También, un hipotético caso de reparto arbitrario de dividendos a unos socios en detrimento de otros tendría consecuencias similares para los socios afectados.

Por ello, sin conceder a los socios el derecho al dividendo, la LSC incorporó a su articulado el art. 348 bis donde se ampliaba el art. 348 sobre ejercicios del derecho de separación para el caso de falta de distribución de dividendos, artículo que ante la gran cantidad de críticas recibidas como señalan Silva Sánchez y Sambeat Sastre (2012)^{5,6}, fue suspendido inicialmente por el legislador a través de la Disposición Transitoria de la Ley 1/2012 de 22 de junio, hasta diciembre 2014, y fue de nuevo suspendida hasta muy recientemente, el 31 de diciembre de 2016 según la Disposición Final Primera de la Ley 9/2015⁷ (BOE, nº 125, de 26/05/2015).

En este artículo concurren unas características que hacen que el derecho no sea de universal aplicación, ni se adquiera sin más, sino que deben darse las siguientes circunstancias:

- Se reconocerá a partir del quinto ejercicio social desde la fecha de inscripción de la sociedad en el Registro Mercantil.
- Se refiere a los socios minoritarios que posean acciones o participaciones de sociedades anónimas no cotizadas, de sociedades de responsabilidad limitada o de comanditarias por acciones.

⁵ Silva Sánchez, M.J. y Sambeat Sastre, J.M. (2012): “Análisis y crítica del artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital”, *Diario de la Ley*, nº 7844.

⁶ García Lapuente, A. y de la Serna, M. (2014): “Suspensión temporal de la aplicación del artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital”, *Asociación Empresa familiar de Aragón*. Estos autores señalan que el artículo fue suspendido “para evitar que el derecho de separación pudiera comprometer la viabilidad de empresas no cotizadas en situación de dificultad económica”. Disponible en <http://www.aefaragon.es/node/113> [Consulta: 23/12/2016].

⁷ BOE (2015): Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-5744#dfprimera> [Consulta: 14/11/2016].

- Habrán tenido que votar a favor del reparto de dividendos de beneficios sociales en la Junta General, y que en la misma no se haya acordado la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior y que sean legalmente repartibles.
- Además se refiere a los beneficios propios de explotación.

El argumento de la suspensión del controvertido art. 348 bis, a través de una proposición no de Ley, fue evitar que el citado derecho de suspensión pudiera comprometer la viabilidad de empresas no cotizadas en situación de dificultad económica.

La relación entre los beneficios retenidos y la distribución de dividendos líquidos define la llamada “política de dividendos” de la empresa, cuya articulación se encuentra supeditada al principio básico de crear valor y favorecer una correcta financiación.

3. LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y LAS IMPERFECCIONES

Una empresa puede distribuir dividendos para satisfacer a sus socios y atraer a otros, pero puede ocurrir que la maximización del valor de sus accionistas se consiga por otra vía, a través de la retención de parte de los beneficios que haya generado en el ejercicio. Esto constataría la capacidad de la empresa de generar nuevas oportunidades y que los dividendos futuros puedan resultar mayores que los que percibirían ahora los accionistas (Azofra, 1986). Es por ello que la empresa puede optar por retener sus resultados positivos y dedicarlos a invertir en proyectos, más o menos nuevos, como alternativa a la distribución de dividendos.

El reparto de dividendos ha sido objeto de numerosos trabajos que tratan de demostrar su vinculación con la creación o destrucción de valor. Las publicaciones de Modigliani y Miller (de ahora en adelante M&M) y, en lo que más nos concierne, su trabajo de 1961, han supuesto un antes y un después en las finanzas empresariales. Inspirados por el trabajo previo de Irving Fisher

(1930)⁸, M&M (1958) desarrollaron una ley por la que el valor de una empresa es independiente de cómo esté capitalizada, la llamada “ley de conservación del valor”.

Más adelante, en su trabajo de 1961 (*“Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”*) M&M demostraron analíticamente la irrelevancia de la política de dividendos en un mercado de capitales perfecto, es decir, en ausencia de imperfecciones tales como los costes de transacción, los costes de agencia o los impuestos, con unos agentes plenamente racionales e información simétrica. Esto chocaba con el pensamiento generalizado en el ámbito financiero por el cual, como dicen Azofra y De la Fuente (2008, p. 378-379), *“el porcentaje de beneficios distribuido como dividendo tenía un impacto medio sobre el precio de las acciones significativamente mayor que el idéntico porcentaje de beneficios retenidos”*. Mientras que M&M afirman que si aumenta esa distribución de beneficios en forma de dividendo, dicha subida se verá compensada por una reducción del precio ex-dividendo de la acción: en consecuencia, los accionistas no ven afectada su riqueza. Esto conlleva que la elección de políticas de dividendos sea irrelevante para el valor de la empresa en el mercado, el cual sólo dependería de las decisiones de inversión.

Los planteamientos de M&M desestabilizaron la teoría clásica del “pájaro en mano”⁹ y marcaron un nuevo camino en finanzas. Sin embargo, lo cierto es que sus postulados parten de unas hipótesis irreales en el mundo actual, pues no se puede dudar de la existencia de ciertas imperfecciones en el mercado de capitales. Gutiérrez y Sáez (2014) sostienen que a nivel agregado los costes de agencia, de emisión y la información asimétrica hacen que la emisión de nuevas acciones sea costosa, de modo que las oportunidades de reinversión de la empresa dependan del volumen de ganancias que logre retener. Si el gravamen sobre los dividendos es superior al aplicado sobre las ganancias de capital, la empresa debería retener y reinvertir todo lo posible para maximizar la riqueza de sus socios.

⁸ Fisher (1930) demostró que las decisiones de producción y de financiación de una empresa pueden ser estudiadas de forma separada.

⁹ La teoría del “pájaro en mano” sostiene que los inversores prefieren rentabilidades ciertas en el momento actual a dividendos inciertos en el futuro.

Además, los estudios de DeAngelo y DeAngelo (2007) han constatado algunos errores en la obra de M&M que podrían justificar que incluso en mercados perfectos la política de dividendos fuese relevante para el valor empresarial. En este sentido, DeAngelo y DeAngelo (2007) dicen que M&M suponen dado el *free cash flow*¹⁰ o flujo de caja libre (diferencia entre la renta producida e inversión) para de esta forma tener dadas también las decisiones de inversión y de endeudamiento. Con ello, todo cambio en el volumen de dividendo será compensado por una misma cuantía de emisión de acciones nuevas, lo que demostraría la irrelevancia de los dividendos. Pero lo que ocurre es que M&M implícitamente afirman que la política de dividendo está distribuyendo todo el *free cash flow* (o una cantidad mayor), siendo la política óptima¹¹, cuando lo cierto es que caben también políticas subóptimas de dividendo (Azofra y De la Fuente, 2008, p. 391), es decir, distribuir un menor dividendo y retener parte del *free cash flow*. Las políticas subóptimas afectan negativamente al valor empresarial. En efecto, el planteamiento de DeAngelo y DeAngelo (2007) desemboca en afirmar, al contrario que M&M, que los dividendos son relevantes para el valor de manera que se hace necesario distinguir entre valor de la inversión (que depende sólo de la decisión de inversión) y valor de la distribución (dependiente de la decisión de inversión y de la de dividendo).

Con ello, la política de dividendos de la empresa no afectaría al valor sólo si al menos se distribuye por completo el *free cash flow* en cada momento, pero si se reparte un dividendo menor, se estaría poniendo fin a la irrelevancia. Por otro lado, DeAngelo y DeAngelo (2007) coinciden con M&M en que la forma de

¹⁰ El *free cash flow* es la diferencia entre la renta y la inversión. En este contexto M&M sostienen que el *free cash flow* es igual al dividendo que se va a distribuir:

$$\text{Dividendo} = \text{renta producida} - \text{inversiones realizadas} + \text{ampliación de capital}$$

donde la resta de renta e inversión constituye el *free cash flow*.

¹¹ En base a la ecuación de la cita anterior, si se parte de que el *free cash flow* está dado, el dividendo no afecta al valor porque cualquier variación se ve compensada con una ampliación de capital. Con ello M&M estarían suponiendo que la política óptima para repartir dividendos consiste en:

- utilizar todo el *free cash flow*: $\text{dividendo} = \text{free cash flow}$
- o bien, todo el *free cash flow* y un importe procedente de la ampliación de capital: cuando el dividendo > *free cash flow*

reparto es indiferente para el valor cuando se cumpla la condición que acabamos de ver.

La discusión de la teoría de M&M por parte de DeAngelo y DeAngelo recibió importantes reacciones por parte de la literatura financiera. Entre algunas de las respuestas se encuentra la de Handley (2008) al señalar que los postulados de M&M también comprenden la posibilidad de políticas no óptimas consistentes en distribuir un dividendo menor que el *free cash flow* mediante la recompra de acciones (reduciendo el capital) que equivalgan al dividendo. No obstante, en este caso Handley (2008) tampoco contempla la opción de retener parte del *free cash flow* pues éste se estaría repartiendo completamente.

Este tipo de discusión evidencia que todavía en fechas muy recientes muchas cuestiones sobre la política de dividendos y su relevancia con el valor de la empresa continúan siendo un problema sin resolver. Sin embargo, lo que es innegable y, de hecho, goza de pleno consenso, es que el trabajo de M&M propició el debate de las finanzas empresariales tal y como ha llegado hasta nuestros días. De hecho, gracias a la referencia que suponen sus aportaciones se ha podido constatar la influencia de las imperfecciones del mercado a la hora de estudiar la relación del dividendo con el valor de la empresa.

Entre esas imperfecciones, nos encontramos en primer lugar la existencia de **impuestos** que gravan los dividendos y que pueden influir en las decisiones de los socios a la hora de escoger la forma de retribución. Si no hubiera impuestos al accionista le sería indiferente recibir dinero o acudir a la ampliación de capital, pues su decisión tan sólo dependería de su necesidad actual de liquidez: si no necesita efectivo y la empresa reparte dividendos, reinvertirá en nuevas acciones; si en cambio apenas tiene liquidez, puede vender acciones en el mercado. Sin embargo, ocurre que los dividendos tienen una desventaja fiscal significativa respecto a las ganancias de capital, ya que se gravan cuando se realizan los beneficios (diferimiento), mientras que los dividendos tributan nada más recibirlos. Además, en relación con los tributos encontramos el llamado "**efecto clientela**": los costes derivados de la negociación y el gravamen sobre los dividendos generan diferentes preferencias en los inversores por una u otra política, y la empresa tendrá que situarse en alguna

de ellas (clientelas). Según el tipo de política de dividendos aplicada, habrá inversores que querrán percibir dividendos y otros que reinvertirán en nuevas acciones y así aplazar la carga fiscal. Sin embargo, el análisis multivariante de Denis y Osobov (2008) no ha podido confirmar que los impuestos sean factor determinante en las políticas de dividendo, además que la teoría de las clientelas no es válida para los casos de recompra de acciones¹².

Los **costes de transacción** también son parte de los factores que afectan a la política de dividendos. Las empresas no son indiferentes en cuanto a las formas de financiación, ni los accionistas a las de retribución. Cuando una empresa quiere financiarse, puede hacerlo por vía interna a través de sus fondos libres, emitiendo deuda o emitiendo nuevas acciones. Lógicamente la decisión de financiarse con nuevas acciones requiere una rentabilidad mínima mayor que la financiación interna, pues en la emisión existen unos costes nada desdeñables consistentes en honorarios a las entidades financieras que colocan los valores, gastos de mediación y gastos administrativos, etc. Lo mismo sucede desde la perspectiva del inversor: en función de sus perspectivas de liquidez, preferirá dividendos o bien ganancias de capital, pero debe tener en cuenta la venta de acciones en el mercado para obtener liquidez lleva aparejada gastos de negociación administrativos que inciden en la rentabilidad de su cartera.

El modelo de M&M partía asimismo de la existencia de igual información entre los agentes del mercado, algo que en la realidad no se cumple porque existe una notable asimetría informativa entre los *insiders*, los *outsiders* y el propio mercado. En efecto, los directivos o administradores gozan, por su papel de gestores, de más información que los inversores externos sobre el verdadero estado de las ganancias de la empresa (Miller y Rock, 1985, p. 1031) y sobre las expectativas del futuro. A diferencia de la volatilidad de los beneficios, los dividendos tienden a ser estables, creciendo lenta pero progresivamente a lo largo del tiempo y con reducciones infrecuentes, por lo

¹² La recompra de acciones, al igual que el dividendo, es una forma de remuneración en efectivo al socio, pero consiste en que la empresa compra acciones a sus propios accionistas. El socio tiene derecho a decidir si vende sus acciones a la empresa o no, mientras que en los dividendos se aplica la compensación a todas las acciones. La teoría de las clientelas no puede explicar porqué la recompra, a pesar de sus ventajas fiscales, no hace desaparecer a los dividendos como forma de retribución.

que su interpretación en el mercado como signo del devenir de la empresa tiene sentido si entendemos que los agentes no tienen información simétrica.

En este sentido, la capacidad predictiva de los dividendos se pone de manifiesto con la “**teoría de las señales**”: los aumentos y reducciones en el dividendo “señalan” al mercado cómo le irá a la empresa emisora en el futuro. La directiva de la empresa se preocupa mucho del dividendo (Lintner, 1956) y es muy reacia a reducirlo. Su capacidad informativa al mercado a través de la política de dividendos es fundamental: si anuncian un aumento del dividendo significa que los flujos de caja esperados superarán a los obtenidos en años anteriores. En principio, los gestores tenderán a mantener su política de dividendos estable, aumentando el dividendo siempre que dicho aumento sea sostenible en el tiempo. Este hecho será interpretado por el mercado (señal) que las perspectivas futuras son buenas, lo que aumentará el precio de la acción de la empresa y atraerá a nuevos inversores (porque las expectativas son mejores que las supuestas por el mercado). Por el contrario, una disminución u omisión del valor del dividendo por parte de los directivos hace que se interprete en el mercado como mala señal, la empresa no parece tener buen futuro porque no será capaz de mantener el dividendo, por lo que el precio sus valores en Bolsa pueden caer. Lógicamente, los directivos sólo reducirán el dividendo si las perspectivas son tan pesimistas que no se puede hacer otra cosa¹³. Asimismo, el problema de la información asimétrica también tiene lugar en los casos de recompra de acciones, aunque con una señal más débil que en los dividendos¹⁴. Hay que tener en cuenta, que no siempre la reducción del dividendo será una mala señal, pues si por ejemplo se trata de una empresa que opera en un mercado con grandes oportunidades de inversión rentables y que tiene poca liquidez, la utilización de *free cash flow* para invertir y no para repartir puede ser una buena señal para el mercado y

¹³ “*When dividends are increased or initiated, prices tend to go up, and when dividends are (less often) cut or omitted, prices fall*” (Benartzi, Michaely y Thaler, 1997, p. 1008).

¹⁴ En la recompra, al tener el gestor más información que el socio sobre el valor de la acción, si el precio de ésta en el mercado está infravalorado, comprará o favorecerá la aprobación de la recompra de acciones. Esto sólo favorece a los inversores que se mantengan en la empresa, mientras que los que vendan sus acciones lo harán a un precio inferior al que el gestor considera que alcanzará la acción. No obstante, como la recompra es una remuneración menos frecuente que el reparto de dividendos, su señal es también más débil.

elevar su cotización, y ser acorde con las preferencias de los socios por las ganancias de capital.

La teoría de las señales presenta, sin embargo, algunos problemas. De acuerdo con Fama y French (2001), las empresas con mayor *payout* (reparto de dividendos) son las más de más edad, grandes y rentables, con beneficios altos en mercados con pocas oportunidades de crecimiento (mercados maduros). La objeción con la teoría de las señales reside en que generalmente aquel tipo de empresas son las que menor asimetría informativa presentan. Además, lo cierto es que la teoría de las señales (y también la de la clientela) no tiene en cuenta los **costes de agencia** y los **conflictos de intereses** entre los directivos y los accionistas: en efecto, no siempre se cumple que la política de inversiones realizada por los *insiders* tenga como objetivo maximizar el valor de los socios (pueden tener intereses propios), a diferencia de los supuestos de M&M. Los directivos o gestores buscan maximizar el valor de la empresa para sus accionistas y que la empresa crezca de forma sostenible pues ello aumenta su prestigio en la compañía. Sin embargo, en ocasiones sus políticas de inversión no coinciden con las de maximización del valor, produciéndose un conflicto con los intereses de los socios.

Cuando una empresa acumula muchos fondos de tesorería (*free cash flow*) que pueden ser fuente de futuros proyectos de inversión, pueden surgir problemas de agencia si el directivo los utiliza para proyectos de inversión no suficientemente rentables respecto a su riesgo, en lugar de repartir dividendos. Ansotegui (2013) señala que los dividendos son más estables que los flujos de caja libres para el accionista, que la empresa prefiere financiarse con sus propios fondos y no con deuda ni ampliaciones de capital y que tenderá a mantener estable el dividendo incluso financiándolo con deuda. El objetivo es reducir los costes de transacción. Pero si los flujos de caja libres son abundantes (resultado de años prósperos), para evitar el mencionado problema de agencia el dividendo sirve de medida de control del inversor externo sobre el directivo, para que no destine dichos fondos a inversiones no rentables que respondan a sus intereses privados. El alto *payout* será una buena señal en el mercado ya que se interpreta que se está haciendo lo correcto: el gestor no financiará inversiones subóptimas con los flujos de caja libres, de modo que

para esa inversión tendría que acudir a emitir deuda o, como último recurso, ampliar el capital.

La teoría de la agencia se adapta bien a la realidad, pues refleja por qué las grandes compañías son las que concentran los mayores ratios de *payout*: la utilización del dividendo para evitar la excesiva acumulación de *free cash flow*, que pudiera ser mal utilizada por los directivos, es más propio de las empresas grandes, rentables y de mayor edad, pues sus oportunidades de inversión suelen ser limitadas al encontrarse en mercados maduros. Con esta medida, salvarían problemas de coste de agencia. Por su parte, las empresas nuevas en mercados con más oportunidades no generan muchos fondos en sus primeros años y por tanto no es necesario que paguen dividendos, pudiendo destinar los fondos a inversiones altamente rentables. Si a lo largo del ciclo de vida de estas empresas sus oportunidades de inversión cada vez son menores, deberían ir progresivamente aumentando su reparto de dividendos o empezar a ello si no lo hacían. Además, la tendencia a acumular *free cash flow* cuando debiera realizarse reparto de dividendos puede hacer caer la cotización de la empresa en Bolsa, lo que supone un perjuicio para el directivo pues ve dañado su prestigio y *status quo*, y podría costarle el puesto en la empresa, siendo despedido o relevado.

Otras medidas para reducir los costes de agencia, algunas de ellas incluso tomadas por la propia directiva, pueden ser el establecimiento de incentivos a los gestores por buena dirección, cláusulas de protección a los socios o la imposición de auditorías.

Las imperfecciones que hemos analizado se muestran en una estructura secuencial e interrelacionada: si existen impuestos, surge el efecto de las clientelas; en ausencia de simetría informativa, los dividendos sirven de señales al mercado sobre las expectativas de beneficios futuros; los costes de agencia aparecen cuando hay conflictos de intereses entre la directiva y los accionistas; etc.

No obstante, no existe una imperfección a la que podamos dotar de generalidad para explicar la influencia del dividendo sobre el valor empresarial. Los estudios empíricos financieros muestran que los impuestos y los costes de

transacción son importantes pero no lo son todo, pues si sólo hubiera impuestos la vía de remuneración sería únicamente la recompra de acciones, y frente a los costes de transacción existe la posibilidad de recurrir a la autofinanciación. Con respecto a la asimetría de información y la teoría de la agencia, tampoco se puede dar una regla universal sino que dependerá de cada tipo de empresa, y en función de si presentan un accionariado concentrado o disperso.

Como hemos dicho previamente, los mayores *payout* se concentran en empresas grandes de mercados maduros. La literatura financiera, entre la que destacamos a Floyd, Li y Skinner (2015), ha constatado que un gran número de empresas financieras reparten dividendos y, entre ellas, en el período de crisis financiera, los bancos se han mostrado muy reacios a dejar de pagar dividendos. Las empresas industriales pagan menos dividendos que las financieras, aunque las que sí lo hacen concentran altos ratios de *payout*. En cuanto a las recompras de acciones, son más frecuentes en las empresas industriales.

Las entidades financieras basan su prestigio en su cotización en el mercado para obtener financiación, sobre todo a corto plazo. Por ello, su política de reparto se ha mantenido estable y creciendo lentamente incluso durante la crisis, pues pretenden señalar al mercado expectativas de ganancias futuras. En este contexto, podemos ubicar la introducción de la vía de remuneración en la que centramos el presente trabajo: el *scrip dividend*. Desde el punto de vista de las empresas, el *scrip* permite recapitalizar la empresa sin alterar los fondos propios porque da libertad al socio a elegir la forma de remuneración que prefiera en función de sus necesidades de liquidez y sus expectativas. Las alternativas que ofrece el *scrip* son: percibir derechos para suscribir nuevas acciones de la sociedad emisora, u obtener dinero en efectivo (ya sea vendiendo los derechos en Bolsa al precio del mercado, o bien a la propia empresa a un precio fijo). Durante la crisis ha sido un instrumento útil para las empresas cotizadas que lo han aplicado ya que reducía notablemente la salida de tesorería en los casos en que el socio eligiera suscribir acciones o vender los derechos al mercado. Con ello, se reduce el nivel de endeudamiento sin recortar la política de dividendos.

Los accionistas también pueden sacar provecho de esta fórmula de remuneración. El *scrip* es una señal de compromiso futuro de la empresa (Ansotegui, 2013), pues aunque reduce la salida de dinero para pagar dividendos, se refuerza el capital social a través de las reservas, indicando que se retomará el reparto en efectivo de dividendos más adelante, cuando la situación económica sea mejor y se pueda garantizar la sostenibilidad del dividendo. Aunque supone un mayor esfuerzo para el socio porque, como veremos, tiene que indicar qué alternativa escoge porque si no dice nada se le aplicará por defecto la asignación de acciones nuevas, podrá decidir en función de sus preferencias y necesidades de liquidez, utilizando la libertad que le brinda el *scrip* para maximizar el rendimiento de su cartera y minimizar los problemas de las imperfecciones. Se trata de una “retribución a medida”.

Las imperfecciones influirán en las preferencias del socio con respecto a las modalidades del *scrip*. En la actualidad la vía de recibir dinero en efectivo (por la venta de los derechos) como un dividendo tradicional tiene la desventaja fiscal de quedar gravado por el IRPF desde el mismo momento en que se recibe el dividendo, mientras que si el socio se decanta por acudir a la ampliación para suscribir acciones nuevas, se produce un diferimiento, ya que la operación no tributa hasta que no se vendan las acciones en el mercado. Por tanto, el *scrip dividend* da ventaja a quien prefiere nuevas acciones, sobre todo porque busca evitar la salida de tesorería que supone pagar los derechos que vende el accionista. Como veremos en el apartado 6.1., hasta el año 2016 la elección de vender los derechos a la empresa emisora tenía un tratamiento fiscal distinto a la venta en el mercado secundario, pero desde 2017 las operaciones son iguales, diferenciándose tan solo en las condiciones en que se realizan: en el mercado el precio será fruto de la negociación, mientras que la empresa emisora los compra a un precio pactado al haber asumido un compromiso irrevocable.

La decisión será propia del socio en función de sus preferencias: si por ejemplo apenas tiene liquidez, es posible que se decante por la venta de los derechos, pero deberá tener en cuenta la carga fiscal que ello supone. Si en cambio desea mantener su participación en la empresa usará los derechos de asignación de asignación gratuita que ha percibido de la empresa emisora: no

aumentará su propiedad en la empresa pero mantendrá su posición, a diferencia de aquellos socios que vendan sus derechos y pierdan participación.

El uso de dichos derechos para recibir acciones permite al socio además evitar los costes de transacción (gastos administrativos,...) del ajuste que se encontraría en el mercado secundario si acudiera a él a venderlos o a comprar más. En cuanto a la interpretación que puede hacer el mercado, el *scrip dividend* no es peor señal que un dividendo tradicional. La compensación en efectivo al accionista se suspende, dejando libertad al socio para decidir, pero al recapitalizar la empresa se está indicando un compromiso futuro de pagar dividendos, no es un recorte a los mismos. Es una buena señal incluso cuando los socios ejercen los derechos para suscribir acciones nuevas, pues existe confianza en la capacidad de crecimiento de la empresa ante el futuro.

Por último, el *scrip* permite relajar los costes de agencia derivados de posibles conflictos entre *insiders* y *outsiders*. La intención de los gestores por evitar un excesivo flujo saliente de caja se compatibiliza con el reparto, puesto que no se están vulnerando los intereses de los accionistas al darles libertad para decidir. No se impide la remuneración en efectivo, sino que se intenta favorecer vías que afectan menos a la tesorería.

4. DIFERENTES FORMAS DE REMUNERAR AL ACCIONISTA

4.1. La situación de los dividendos en la Bolsa española

Tradicionalmente las empresas españolas han concedido gran relevancia al reparto de dividendos. Las grandes empresas concentran el mayor peso, especialmente las financieras y las *utilities* privatizadas (Gas Natural, Iberdrola,...). Como ya habíamos introducido en el epígrafe anterior, ni en los momentos más difíciles de la crisis económica los bancos han renunciado a esta vía de remuneración. La Tabla 4.1-1 muestra la evolución de los dividendos repartidos por las empresas cotizadas en la Bolsa española desde el año 2000 hasta finales de 2016. A nivel general el reparto se muestra creciente y desde 2009 se incluye la modalidad de *scrip dividends*, en primer

lugar por el Banco Santander. En 2014 se produjo un importante aumento gracias a dos años de fuerte recuperación económica.

También la importancia de retribuir al accionista se demuestra en términos de rentabilidad por dividendo, manteniendo la Bolsa española el liderato entre los principales mercados de valores del mundo durante los últimos diez años. En concreto, en el Gráfico 4.1-1 vemos que en nuestro país la rentabilidad por dividendo a noviembre de 2016 es de un 4,9% frente al 4,4% y el 4,1% de Italia y Reino Unido¹⁵, respectivamente. Es más, en el primer trimestre de 2016 España superó el 5% de rentabilidad¹⁶ gracias al esfuerzo de las empresas cotizadas por mantener su política de dividendos pese a la incertidumbre del mercado.

De los datos obtenidos de la retribución al accionista en los últimos años en la bolsa española se desprenden dos conclusiones:

- Que el debate sobre repartir o no beneficios entre los accionistas se inclina en la práctica a favor del reparto periódico.
- Que la proliferación de nuevas fórmulas de retribución al accionista han sido determinantes para mantener los dividendos en los años más duros de la crisis.

4.2. Las fórmulas de remuneración al accionista

De acuerdo con el Informe Anual de Bolsas y Mercados existen actualmente hasta 19 fórmulas para que las empresas remuneren a sus socios, siendo lógicamente unas mucho más utilizadas que otras. El Anexo I recoge un esquema en el que se resumen todas estas alternativas. Entre ellas, dos destacan por ser las más representativas: el dividendo en efectivo y el dividendo elección o *scrip dividend*.

¹⁵ Bolsas y Mercados españoles. Informe anual 2015, p. 48. También en el mismo informe, en la p. 49 puede verse la Rentabilidad por dividendos de los valores del IBEX35 y de los valores del IBEX SMALL CAP.

¹⁶ Bolsas y Mercados Españoles (2016): "La rentabilidad por dividendo de la Bolsa española por encima del 5%". Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5180_La_rentabilidad_por_dividendo_de_la_Bolsa_espa%C3%B1ola_por_encima_del_5 [Consulta: 22/12/2016].

El dividendo en efectivo es la fórmula tradicional consistente en que los socios perciben una cantidad de dinero con cargo a los beneficios que produjo la empresa en el ejercicio, y por tanto dependerá del resultado de éste. Tributa como rendimiento del capital mobiliario por el IRPF y presenta varios modelos de ejecución: a cuenta, como único pago, complementario, etc. Fue el sistema de remuneración mayoritariamente usado hasta que en 2009, durante la crisis económica, se desarrollara el reparto vía *scrip dividend*, por el que entregan al socio derechos de asignación para que elija, según sus preferencias de inversión, entre suscribir gratuitamente nuevas acciones fruto de una ampliación de capital liberada o por el contrario percibir dividendos mediante la venta de los derechos bien al mercado, bien a la propia sociedad emisora.

Además de las mencionadas, existen otras fórmulas de remuneración como por ejemplo a través del reparto de reservas de libre disposición con entrega de acciones de otras empresas (cotizadas o no cotizadas), entrega de la prima de asistencia a Junta, entrega de efectivo con cargo a una reducción de capital,... Incluso existen vías que también suponen elección para el socio sin llegar a ser *scrip dividends*, como la de recibir acciones de otra sociedad, no de la emisora. En este caso, el accionista podría elegir entre dinero o acciones de otra empresa, a diferencia del *scrip* por el que decide entre dinero o acciones de la propia sociedad emisora.

En el Gráfico 4.2-1 observamos cómo el reparto con acciones ha ido cobrando importancia sobre la mera entrega de efectivo, que hasta 2009 era la vía claramente preferente. En 2014, año en el que el pago de dividendos alcanzó su punto álgido, las acciones representaron casi un tercio de los pagos totales (aproximadamente 14.000/44.000). Desde entonces la tendencia está comenzando a cambiar de nuevo a favor del pago en efectivo, a la espera de lo que se observe durante 2017 con los efectos de la nueva fiscalidad de los derechos de asignación aplicada desde este año.

5. LOS SCRIP DIVIDENDS

5.1. Concepto, características y diferencias con otras figuras

En el epígrafe dedicado al resultado de la empresa vimos que el art. 93 a) de la LSC establece, entre otros, el derecho del socio a participar en el reparto de las ganancias sociales. Su esencialidad reside en que sirve de incentivo para atraer inversiones por parte de los socios haciendo aportaciones al capital de la sociedad. Del mismo modo, entre las diferentes formas de retribución del accionista que se acaban de enumerar en el capítulo anterior se encuentra una que ha ganado aceptación en los años posteriores al inicio de la crisis financiera de 2009.

Así pues a raíz de dicha recesión global, cuando los beneficios obtenidos se han visto reducidos, la liquidez diezmada y el desendeudamiento impuesto por obligación, es cuando se ha generalizado entre las grandes compañías cotizadas la utilización de diferentes formas de retribución al accionista, complementarias o sustitutivas de la entrega en efectivo, entre las que ha ganado singular relevancia el sistema de retribución consistente en la entrega a los accionistas de derechos de asignación para suscribir gratuitamente un determinado número o porcentaje de acciones procedentes de una ampliación de capital liberada o bien para el cobro en efectivo de la cantidad que correspondiere. Este sistema tiene diferentes denominaciones: dividendos electivos, dividendos opción, dividendos flexibles o el término anglosajón *scrip dividend*¹⁷. En adelante adoptaremos este último término al ser el más utilizado en la jerga financiera.

La razón de su creciente uso se debe a que las sociedades quieren seguir satisfaciendo los derechos de sus socios pero sin exceder en la carga que ello supone para su tesorería. Como dice Iribarren Blanco (2012, p. 143), “la expresión *dividendo electivo* o *dividendo flexible* está tomada de la propia práctica”, es decir, que las propias empresas han acuñado el término para hacer referencia a esta operación, consistente en proporcionar a los socios la facultad de optar entre percibir dividendos en efectivo, o bien en nuevas acciones emitidas por la sociedad. Es una fórmula flexible o “hecha a medida”

¹⁷ Bolsas y Mercados Españoles (2013): *Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. p. 28. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscal_es_contables_y_ejemplos [Última consulta: 05/01/2017].

para el accionista al permitirle elegir entre recibir dividendos en dinero o bien en acciones, según sus propias necesidades. Y debe ser reconocida a todos los socios de igual condición, ya que si se priva a alguno de la elección se estaría lesionando el principio de igualdad de trato del art. 97 de la LSC. El socio podrá optar por recibir la parte proporcional a las ganancias objeto de reparto por acuerdo de la Junta General (vendiendo sus derechos en el mercado), o bien obtener derechos de asignación gratuita de acciones de nueva emisión por la sociedad con cargo a beneficios o a reservas. Asimismo, estos derechos de asignación son de libre negociación y transmisión en el mercado bursátil durante un período mínimo de 15 días naturales.

El *scrip* ofrece por tanto una ventaja notable al posibilitar una mejor conjunción de los intereses de la sociedad y los de sus accionistas, reduciendo posibles costes de agencia.

El método retributivo se ha generalizado en las sociedades cotizadas en Bolsa, especialmente entidades financieras como el BBVA o el Banco Santander, pero también por Gas Natural o Iberdrola. Sin embargo, no está limitado a este tipo de empresas, de hecho nada impide que lo puedan aplicar también sociedades de menor dimensión, ya sean anónimas o de responsabilidad limitada. Su uso puede ser especialmente interesante para los casos de sociedades abiertas, con accionistas muy heterogéneos, es decir que comprende tanto inversores desinteresados de la marcha de la empresa, como socios que buscan intervenir en su gestión. De este modo, lo más lógico es que el socio meramente inversor opte por percibir dividendos y, al contrario, el accionista interesado en el devenir de la sociedad y sus derechos políticos prefiera participar obteniendo nuevas acciones emitidas (Iribarren Blanco, 2012). Se da lo que Aragón Tardón (2013, p.137) denomina “binomio liquidez-participación”, que significa que la elección de los socios por una preferencia necesariamente afecta en sentido opuesto a la otra. Si el accionista decide percibir efectivo vendiendo sus derechos a la sociedad, o a otras personas en el mercado secundario, asumirá su pérdida de participación en la empresa, mientras que el que opte por ejercer suscribir nuevas acciones mantendrá la participación (pero no la aumentará salvo que acuda a la Bolsa a comprar más derechos de asignación).

Por tanto, aquel socio que opte por vender sus derechos para obtener dinero verá diluida su participación en la sociedad porque a pesar de tener las mismas acciones que antes, como el *scrip dividend* deriva de una ampliación de capital liberada (y por tanto el total de acciones de la empresa habrá aumentado) el número de acciones de dicho socio representará un porcentaje más pequeño.

El número de derechos de asignación gratuita correspondientes a cada accionista se basa en el número de acciones que tuviera, y por lo general la regla es un derecho por cada acción. Y además es importante resaltar, como dice Aragón Tardón (2013, p. 125), que “para los accionistas que opten por recibir nuevas acciones, los derechos de asignación gratuita, de manera semejante a los derechos de suscripción preferente, cumplen la función de mantener la posición del socio, tanto en la dimensión económica como administrativa”.

Existen algunas operaciones que se asemejan en diversos aspectos a los *scrip dividends* pero que, sin embargo, no son en absoluto equivalentes jurídicamente. Por ejemplo, las ampliaciones de capital totalmente liberadas, operación muy parecida pues los accionistas también pueden suscribir acciones de nueva emisión o bien vender sus derechos de asignación en el mercado para obtener efectivo. No obstante, son figuras diferentes. En los *scrip dividends* la sociedad asume un compromiso irrevocable de adquirir, a un determinado precio, los derechos de los accionistas que elijan no suscribir de forma gratuita acciones de nueva emisión, particularidad que no tiene lugar en la ampliación de capital totalmente liberada (Aragón Tardón, 2013). Ese compromiso de adquisición por parte de la sociedad en los *scrip* no va en contra de la prohibición de suscripción de acciones propias prevista en el art. 134 de la LSC¹⁸, porque el objetivo de la sociedad no es hacer una futura suscripción de acciones propias, sino que adquiere los derechos a aquellos socios para poder retribuirles en dinero, y tras esta operación la sociedad renuncia a todos los derechos adquiridos. Esta es una característica propia de

¹⁸ El art. 134 LSC establece expresamente que “en ningún caso las sociedades de capital podrán asumir o suscribir sus propias participaciones o acciones ni las creadas o emitidas por su sociedad dominante”. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> [Consulta: 26/12/2016].

los *scrip dividends*, ya que esa entrega de dinero a sus socios por la adquisición de los derechos es el reparto de dividendos en efectivo.

Por otro lado, los *scrip dividends* tampoco son dividendos en especie. Éstos son únicamente derechos de crédito aportados a los socios en concepto de dividendos pero materializados en algo distinto al dinero (por ejemplo, bienes o derechos), mientras que en la fórmula explicada en este trabajo, como hemos visto, el socio puede optar por percibir dinero o por recibir nuevas acciones.

Los *scrip dividends* tampoco son aumentos de capital con medios propios. Pese a su semejanza ya que ambos tipos surgen de una ampliación de capital liberada, sólo los *scrip dividends* derivan en el reparto de dividendos entre los socios que escojan esta vía. Es la posibilidad a elegir por parte del socio la que distingue claramente ambas figuras.

Por último, hay una fórmula de remuneración que permite elegir al socio entre vías excluyentes como el *scrip dividend*, y sin embargo no son lo mismo. Nos referimos al “derecho a elegir entre efectivo o acciones de otra empresa”, con cargo a resultados. Aquí el socio, si decide recibir acciones, serán de otra sociedad, cotizada o no en Bolsa, pero en definitiva distinta (mientras que las acciones que se pueden suscribir con los *scrip dividends* son siempre de la misma empresa). Otro caso distinto al *scrip* es la vía de elegir una retribución en efectivo con cargo a reservas, o bien percibir acciones propias con cargo a reservas por prima de emisión. La diferencia está en que en ningún momento se ha producido la ampliación de capital liberada, característica de los *scrip dividends*.

5.2. Régimen jurídico y procedimiento de aprobación y ejecución

El reparto de dividendos requiere el acuerdo de la Junta General de Accionistas de acuerdo con la letra a) del art. 160 de la LSC, aprobando la propuesta de aplicación que formulen los administradores de la sociedad en el plazo máximo de 3 meses desde el cierre del ejercicio social (art. 253 LSC). Los *scrip dividends* también cumplen este requerimiento, pero constan de una particularidad: puede tener lugar el caso de que, aprobado el reparto de

dividendos, todos los accionistas opten por suscribir las acciones de nueva emisión que les correspondieran según el número de derechos de asignación que tengan, de modo que el poder sobre la distribución de dividendos lo tienen ellos mismos.

Es importante señalar que en España no hay una legislación específica reguladora de la figura de los *scrip dividends*. No disponemos de normativa concreta en este ámbito a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos como por ejemplo Francia, cuyo Código de Comercio posibilita expresamente a la Junta General de Accionista de la sociedad anónima a dar la opción a los socios entre percibir dividendos en efectivo o en acciones, siempre que los estatutos lo permitan.

En consecuencia, para analizar los aspectos jurídicos de los dividendos se debe atender a los estudios de Iribarren Blanco (2012, pp. 156 y ss.), que parte de dos fórmulas de retribución a los socios para poder entender los *scrip dividends*: tiene que ser el resultado de “combinar” convenientemente el régimen de distribución de dividendos entre los socios (arts. 275 y ss. de la LSC) y el régimen de las ampliaciones de capital con medios propios con emisión de nuevas acciones (art. 303 de la LSC). Se trata por tanto de una combinación de ambas operaciones, no una superposición de una sobre otra ni una sucesión de las mismas.

Partiendo de esa combinación, los accionistas podrán alternar entre las opciones que esas operaciones independientes les brindarían por separado, más una tercera vía (Aragón Tardón, 2013) consistente en transmitir los derechos de asignación gratuita a la propia empresa (que como se ha visto antes deriva del compromiso irrevocable de la sociedad a garantizar el pago de dividendos a sus socios adquiriendo los derechos de éstos a un precio determinado). En definitiva, con la fórmula de los *scrip dividends* la sociedad ofrece a sus socios estas tres alternativas, que elegirán según sus preferencias y expectativas:

- Acudir a la ampliación de capital liberada y suscribir nuevas acciones de forma gratuita con parte o todos los derechos de asignación que le hubieran correspondido.

- Vender parte o todos sus derechos de asignación gratuita en el mercado secundario para percibir dinero.
- Transmitir parte o todos sus derechos de asignación a la propia sociedad para percibir dinero.

Al ser todas ellas posibilidades dentro de la fórmula de *scrip dividends*, el accionista podrá combinarlas entre sí, supuesto que de hecho se produce con cierta habitualidad. Por ejemplo, como se ve en la división de alternativas recién presentada, un socio puede usar algunos de sus derechos de asignación para suscribir nuevas acciones y el resto de derechos venderlos en el mercado.

Antes de observar cada una de esas alternativas, previamente se debe identificar el procedimiento de aprobación de los *scrip dividends*. Se ha visto que su régimen jurídico resulta de combinar la distribución de dividendos y la ampliación de capital con recursos propios. Pues bien, ambas operaciones exigen el acuerdo de la Junta General de Accionistas, pero a pesar de ser combinación para los dividendos electivos, cada operación preserva sus requisitos relativos al quórum de constitución y las mayorías necesarias, como si se tratase de operaciones independientes. Así pues, la distribución de dividendos será aprobada por mayoría ordinaria, es decir, mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la Junta (art. 201.1 LSC)¹⁹. En este caso, la Junta aprobará la propuesta formulada por el consejo de administración, y la competencia de los administradores se reduce a la ejecución de los acuerdos alcanzados en la Junta.

Por su parte, para la aprobación de la ampliación de capital se deberá cumplir el quórum y mayorías reforzados (arts. 194 y 201.2)²⁰. Aquí puede

¹⁹ El art. 201 (relativo a las mayorías) de la LSC prevé en su apartado primero: “En las sociedades anónimas, los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría simple de los votos de los accionistas presentes o representados en la junta, entendiéndose adoptado un acuerdo cuando obtenga más votos a favor que en contra del capital presente o representado”. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> [Consulta: 28/12/2016].

²⁰ El apartado 2 del art. 201 se refiere a las mayorías reforzadas: “Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.”

sucedir que se delegue en los administradores la facultad de señalar la fecha para ejecutar el acuerdo de aumentar el capital social adoptado por la Junta, así como fijar la cifra del aumento y señalar las condiciones no previstas por el acuerdo (art. 297 LSC). Como se observa, en esta situación (de ampliación del capital) la Junta General de Accionistas prevé los criterios y bases de cálculo pero puede delegar bastantes facultades al consejo de administración.

El plazo de los administradores para ejercer la delegación de fijar fecha es de un año desde la adopción del acuerdo por la Junta, salvo el caso de que se conviertan obligaciones en acciones. Tenido esto en cuenta, los administradores aprueban el “calendario de ejecución” (Aragón Tardón, 2013, p. 134) donde prevén las fechas de la operación más relevantes (como la de publicación del acuerdo en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, la de pago en dinero a los accionistas, etc.). En términos generales, los plazos no se suelen prolongar demasiado. No obstante, un aplazamiento en la ejecución puede suponer que los beneficios o reservas encaminados a satisfacer los dividendos electivos se reduzcan o lleguen a desaparecer por pérdidas de la sociedad tras el cierre del balance. Los 6 meses de plazo entre el cierre del balance y el acuerdo de ampliación por la Junta sumado al de un año desde la fecha de acuerdo hasta la ejecución puede ocasionar que la operación se realice en base a un balance cerrado un año y seis meses antes (Iribarren Blanco, 2012).

Otra de las facultades delegables en el consejo de administración es la fijación de la cifra de la ampliación de capital. Existen varias razones para entender por qué se permite este ejercicio a los administradores. Primero, porque cuando la Junta acuerda el aumento de capital, se desconoce tanto el número de socios que optarán por suscribir acciones nuevas como el valor real de la acción cuando se produzca la ampliación. Los componentes del pasivo que se aplican a los *scrip dividends* se capitalizan en función de la relación entre el nominal de las acciones y su valor real. Éste último fijado durante la ejecución del acuerdo, pues de no ser así y dilatarse su fecha de fijación respecto de la de asignación a los socios, mayor diferencia habrá entre el valor

de la cuota del socio sobre los beneficios o reservas aplicados y el valor efectivamente percibido. En segundo lugar, se delega la fijación del importe a la administración porque no es una “plena libertad” de fijación. Aunque la Junta General de Accionistas no toma el acuerdo, tampoco se deja plena discrecionalidad a los administradores porque tiene que seguir unos criterios objetivos fijados por la Junta (una fórmula de cuantificación).

¿Es posible la revocación del acuerdo de la Junta recogiendo la ampliación de capital con pago opcional de dividendos? La respuesta varía según se trate del aumento de capital social o de la distribución de dividendos. En el primer caso la revocación es perfectamente posible, como ocurre con otros acuerdos de la Junta. La razón es que el socio mantiene su misma posición, no se produce “aguamiento” de sus acciones o dilución de su cuota de participación tras la revocación del acuerdo de ampliación. Por el contrario, si estamos ante distribución de dividendos, la revocación choca con el derecho de crédito que nace para el socio respecto de la sociedad, de modo que no se permite dar marcha atrás al acuerdo. El socio dispone de un derecho de crédito fruto del compromiso de la sociedad a pagarle dividendos por adquirir sus derechos de asignación. Tan sólo sería posible la revocación como defensa del capital social, en el caso de que las pérdidas sufridas entre el cierre del balance y la fecha de ejecución del acuerdo hayan afectado a los beneficios o reservas aplicados.

Por último, se debe indicar cómo el accionista manifiesta su decisión de optar por dividendos o por acciones. El ejercicio de esta decisión tendrá que comunicarse a través de una declaración de voluntad a la sociedad (generalmente rellenando un escrito) una vez que la administración, por delegación de la Junta, ha decidido ejecutar el aumento de capital. En caso de que en el momento oportuno (finalizado el plazo que informe la sociedad) el socio no exprese voluntad alguna, sólo perderá la posibilidad de decantarse por los dividendos, pero mantendrá sus derechos de asignación para participar en la ampliación. Hay pues una presunción de elección a recibir nuevas acciones, de modo que si el socio desea percibir dividendos tendrá que hacer una declaración expresa a tal efecto.

5.3. Modalidades de *scrip dividends*

Ya hemos visto que la fórmula de los *scrip dividends* consiste en ofrecer al accionista tres alternativas de remuneración (pudiendo también combinarlas entre sí). A continuación se procede a analizar cada una con mayor detalle.

5.3.1. *Scrip dividends* con suscripción de acciones de nueva emisión

Esta es la opción que “por defecto” se llevará a cabo en caso de que el socio no comunique decisión alguna.

La operación tiene lugar cuando el socio acude a la ampliación de capital liberada y suscribe nuevas acciones de forma gratuita con parte o todos los derechos de asignación que le hubieran correspondido (según el número de acciones que tuviera previamente). Generalmente, se le da un derecho por cada acción a través de un título que represente dicha concesión. Antes de ello la Junta General Accionistas aprueba la ampliación de capital liberada emitiendo nuevas acciones con cargo a reservas de libre disposición (pudiendo delegar, como ya se ha dicho, ciertas facultades al órgano de administración). También aprueba el compromiso de adquisición de los derechos de asignación gratuita a un precio determinado para los accionistas que así lo prefieran²¹.

Cuando el socio decide ejercitar parte de sus derechos de asignación gratuita, recibirá acciones cuyo número será la división del total de derechos ejercitados entre el número de derechos necesarios para obtener una acción. En ocasiones puede que el socio no reciba un número exacto de acciones al no cumplirse la regla general de “un derecho, una acción”, en cuyo caso podrá escoger entre tres posibilidades: comprar en el mercado los derechos de asignación gratuita necesarios para que, junto a los que ya tiene, le den para recibir un número exacto de acciones nuevas; o bien vender sus derechos

²¹ Bolsas y Mercados Españoles (2013): *Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. p. 28. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscal_es_contables_y_ejemplos [Última consulta: 05/01/2017].

sobrantes en el mercado al precio que éste fije; o bien venderlos a la sociedad haciendo valer el compromiso irrevocable de ésta para con sus socios.

Los efectos de la operación dependerán del sujeto u objeto sobre el que recaigan²². Así pues, tendremos:

- Efectos sobre el accionista: el accionista que ejerce sus derechos de asignación mantendrá (no aumentará) su participación en la sociedad con mayor número de acciones. No obstante, el precio de adquisición unitario de la acción se reducirá (dilución) puesto que ahora el precio total está dividido por un mayor montante de acciones. Fiscalmente, tendrá una serie de ventajas por la realización de esta opción, como la no inclusión en el hecho imponible del IRPF al no considerarse la entrega de acciones liberadas como rendimientos del capital mobiliario (art. 25.1.b) de la Ley 35/2006). La tributación no se produce mientras el socio no venda las acciones y cobre por la operación (momento en el que el socio deberá ingresarlas en la base imponible del ahorro).
- Efectos sobre la empresa emisora: la suscripción de nuevas acciones reduce la deuda y mejora la recapitalización de la sociedad, pues le permite contener la salida de tesorería que supondría el pago del dividendo en efectivo. Las nuevas acciones emitidas se hacen con cargo a reservas, sin desembolso alguno para los accionistas, por lo que no hay una modificación cuantitativa en el patrimonio social, tan solo de forma cualitativa (más capital y menos reservas). En definitiva, la empresa consigue reforzar sus recursos propios. A nivel tributario no existe ningún efecto.

5.3.2. *Scrip dividends* con venta de los derechos de asignación en el mercado

²² Bolsas y Mercados Españoles (2013): *Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. pp. 29-38. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscal_es_contables_y_ejemplos [Última consulta: 05/01/2017].

Los derechos de asignación gratuita aportados a cada socio por su posesión de acciones de la sociedad antes de la ampliación de capital liberada pueden ser objeto de negociación en el mercado bursátil, en las mismas condiciones que las acciones de acuerdo con el art. 306.2 de la LSC. El plazo para venderlos, no obstante, no es indefinido sino que estará convenientemente determinado.

Con esta alternativa, el socio puede convertir en dinero sus derechos de asignación, así como otros accionistas pueden aumentar su cuota de participación en la sociedad comprando en el mercado esos derechos a otros socios que opten por percibir efectivo, y también permite la entrada de nuevos accionistas compradores de los derechos.

A diferencia de lo que sucede en el siguiente epígrafe (de venta de los derechos a la propia sociedad), aquí el precio de los derechos es el de su cotización en cada momento, no es un precio prefijado. Sin embargo, el compromiso irrevocable que asume la empresa de adquirir los derechos a sus socios a un precio predeterminado hace que este precio actúe como “suelo de cotización” de los derechos de asignación gratuita^{23,24}. Esto significa que los accionistas tendrán en cuenta el importe de uno y otro precio para ver cuál es el mayor y más apropiado para sus objetivos individuales: si el precio de cotización del derecho en el mercado es superior al prefijado en el compromiso de la sociedad, lo más lógico es que el socio lo venda en el mercado secundario.

En esta modalidad, los efectos son:

- Efectos sobre el accionista: desde el 1 de enero de 2017, el efectivo obtenido al vender los derechos de asignación se considera como ganancia patrimonial y tributará al momento de la venta como parte de la renta del ahorro, como si de un dividendo tradicional se tratase.

²³ Bolsas y Mercados Españoles (2013): *Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos*. p 32. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas_de_remuneraci%C3%B3n_al_accionista_Significado_implicaciones_fiscal_es_contables_y_ejemplos [Última consulta: 05/01/2017].

²⁴ También es citado por ARAGÓN TARDÓN, S. (2013, p. 8) al hablar sobre esta modalidad de *scrip dividend*.

El tipo impositivo aplicable dependerá de la cuantía según las reglas del IRPF. Además, el intermediario puede retener un 19% del dinero recibido de la venta como adelanto a cuenta del IRPF. Se resalta que “pueden” retener porque no siempre sucede, habrá empresas que lo hagan (como Iberdrola) y otras no (Santander, BBVA,...).

El socio además tendrá que soportar los costes de transacción (gastos administrativos, honorarios al intermediario,...) propios del mercado de valores, por lo que esta vía exige una mayor rentabilidad mínima de la cartera.

El nuevo titular de esos derechos de asignación podrá acudir a la ampliación y suscribir las acciones, convirtiéndose en accionista de la empresa, o reforzando su posición si ya fuera socio.

- Efectos sobre la sociedad emisora: ésta ve reforzada sus recursos propios al igual que ocurría en el supuesto anterior. Fiscalmente no tiene que tributar nada. Tan sólo registrará los cambios de titularidad en las acciones cuyos derechos hubieran pasado de un socio a otro.

5.3.3. *Scrip dividends* con venta de los derechos de asignación a la empresa

Con esta última alternativa el accionista pretende percibir dividendos en efectivo por la venta de sus derechos de asignación gratuita (todos o parte de ellos) a la empresa. Ésta, por su parte, estará obligada a comprárselos a un precio predeterminado en virtud del compromiso irrevocable de adquisición que ha asumido y publica antes de la ampliación. Posteriormente, renunciará a dichos derechos.

Por lo general, el compromiso de la sociedad no se aplica a los derechos de asignación adquiridos en el mercado bursátil, ya sea por los propios socios o por terceros.

El socio que se decanta por esta vía percibe un importe bruto en efectivo en concepto de dividendo, y resulta de multiplicar el número de derechos de asignación que tuviera por el precio prefijado por la sociedad. Dicho precio al que la empresa se compromete a comprar los derechos a su vez se calcula siguiendo la fórmula del acuerdo de la Junta General de Accionistas, que es

dividir un precio de referencia* entre el número de derechos de asignación necesarios para recibir una acción nueva más una unidad:

$$\text{Precio unitario del d. de asignación} = \frac{\text{Precio de referencia}}{(\text{n}^\circ \text{ de derechos necesarios para recibir una acción} + 1)}$$

* El precio de referencia (*PreCot*) suele calcular como la media de los precios ponderados de la acción en las cinco sesiones bursátiles (períodos de negociación de valores en Bolsa) previas al comienzo de la ampliación de capital.

Observamos los efectos en este caso:

- Efectos sobre el accionista: el importe que recibe el socio por vender sus derechos a la sociedad es propiamente un dividendo y por tanto tributa como rendimiento de capital inmobiliario en el IRPF, como ocurre con los tradicionales dividendos en dinero. El tipo impositivo dependerá de la cuantía percibida.
Además, la compañía retiene en el acto el 19% del dinero obtenido por la venta para la Agencia Tributaria (adelanto a cuenta del IRPF).
- Efectos sobre la sociedad emisora (y compradora de los derechos): no tributa por la operación, tan sólo abonaría en efectivo el resultado del número de derechos vendidos por el precio fijado. Se produce una salida de tesorería, y la empresa cancelará esos derechos ya que no están en manos de ningún accionista.

5.4. Partidas del pasivo aplicables a la operación

Como último punto de este epígrafe resulta conveniente conocer qué componentes del pasivo pueden utilizarse como contravalor en este tipo de operaciones.

En las ampliaciones de capital utilizando medios propios, el contravalor utilizado para el aumento pueden ser los beneficios o las reservas disponibles de la sociedad, e incluso en algunos casos las reservas no disponibles como la reserva legal. La utilización de esta última es una clara excepción al principio del art. 274.2 LSC, por el cual la reserva legal sólo puede usarse para compensar pérdidas y ello siempre y cuando no haya otras reservas

disponibles suficientes para tal fin. Sin embargo, como vemos se permite también su uso de forma excepcional para una ampliación, puesto que la conversión de reserva legal en capital no supone una alteración del fin protector que tiene dicha partida. La prohibición absoluta no se centra en la ampliación de capital, sino en el reparto de dividendos. Es aquí donde opera la intangibilidad de la reserva legal (Iribarren Blanco, 2012), es decir, que está prohibido utilizar dicha reserva para repartir dividendos a los accionistas, por lo que el reparto solo podrá ser con cargo a beneficios o a reservas disponibles, pero nunca con la reserva legal. Esto indudablemente extiende sus efectos para el caso de los *scrip dividends*.

6. LOS *SCRIP DIVIDENDS* EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Desde su introducción en 2009 los *scrip dividends* han ido cobrando mayor importancia entre las grandes empresas cotizadas en Bolsa (las del IBEX 35), aunque como se dijo en el epígrafe 4, nada impide que empresas de menor dimensión adopten esta fórmula de remuneración a los socios. Hasta entonces, el método más usado era el clásico pago en efectivo de los dividendos, que fueron creciendo considerablemente desde los años 90 hasta bien entrada la crisis por la regularidad de los mercados. Ya vimos en las teorías de la política de dividendos que las empresas grandes y rentables que operan en mercados con pocas oportunidades de inversión son las más propicias para repartir dividendos y evitar una excesiva acumulación de tesorería que pueda dar lugar a sobreinversiones.

El *scrip* es un método útil para mantener la retribución al mismo tiempo que se logra recapitalización de la empresa, por lo que su uso fue interesante para las empresas con problemas de endeudamiento derivados de la crisis financiera, ya que la retribución a través de nuevas acciones evitaba considerables pagos de tesorería. Incluso en casos de pérdidas en el balance se ha llegado a mantener el dividendo, como le ocurrió a Repsol tras la expropiación de YPF por parte del Gobierno argentino de Cristina Fernández de Kichner en 2013. Hasta entonces Repsol ligaba la retribución a la evolución

del negocio, pero tras la nacionalización de parte del grupo puso en marcha un programa de desinversiones para garantizar el reparto a sus socios²⁵.

El Banco Santander fue el primero en nuestro país en utilizar el *scrip*, sumándose en los ejercicios sucesivos más pesos pesados del IBEX 35 como Iberdrola, Telefónica o el BBVA. Desde el 2009 la utilización del *scrip dividend* aumentó considerablemente hasta la cifra máxima de 2014 como se puede apreciar en la Tabla 6-1. No obstante, desde 2015 la vía del *scrip dividend* está cayendo, y de acuerdo con el Informe de Mercado 2016 (Bolsas y Mercados españoles) el pago a elección del inversor (*scrip*) se encuentra en el 22% de la retribución total, lejos del 40% alcanzado en 2013 o el 35% de 2015 (Gráfico 6-1)²⁶. Ya en 2013 y 2014, años clave en el uso de *scrip dividends*, el Banco de España recomendó en dos comunicados moderar la utilización de esta fórmula. En el primero de esos años, a raíz del entorno de incertidumbre de la evolución económica de la zona euro, el Banco de España dio un toque de atención a las entidades al recomendarlas limitar el reparto y que, si pagan en efectivo, no exceda del 25% del beneficio consolidado atribuido para mantener un adecuado nivel de capitalización y asegurar los dividendos en el futuro²⁷. En 2014 renovó este consejo de adoptar políticas restrictivas al decir que “*en relación con los dividendos satisfechos mediante entrega de acciones, se recomienda que las entidades hagan un esfuerzo adicional para moderar este tipo de retribución, de manera que los dividendos totales tiendan hacia niveles sostenibles a medio plazo, de modo que resulte posible satisfacerlos íntegramente en efectivo en el futuro, sin que ello perjudique una adecuada constitución de reservas*”²⁸.

²⁵ EIEconomista.es (2013): “Repsol garantiza el dividendo pese a las pérdidas que registrará por YPF”. Disponible en <http://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/5364404/12/13/Repsol-garantiza-el-dividendo-pese-a-las-perdidas-que-registrara-por-YPF.html> [Consulta: 15/01/2017].

²⁶ Bolsas y Mercados Españoles (2016): “Informe Mercado 2016”, p. 52. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2016/esp/InformeMercado2016.pdf>

²⁷ Banco de España (2013): “Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito”. Disponible en http://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf [Consulta: 18/01/2017].

²⁸ Banco de España (2014): “Comunicación del Banco de España sobre la política de dividendos de las entidades de crédito en 2014”. Disponible en http://www.bde.es/ff/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf [Consulta: 18/01/2017]

Además, habrá que atender al “golpe” que puede suponer para esta fórmula de remuneración los cambios de Hacienda en 2017, afectando a la opción de cobrar los dividendos en efectivo vendiéndolos en Bolsa, como se expone a continuación.

6.1. Los cambios en la fiscalidad para el año 2017

Uno de los criterios en los que el inversor se fija a la hora de decidir cómo cobrar el dividendo es sin duda el tipo de gravamen que recae sobre la operación. Aunque no se puede afirmar que los impuestos sean el factor determinante de la relación entre el dividendo y el valor de la empresa, son una de las imperfecciones que primero se analizan a la hora de operar con dividendos.

Hasta el 31 de diciembre de 2013 el sistema era bastante favorable para el pequeño inversor puesto que los primeros 1.500 euros percibidos como dividendos estaban exentos, siempre que las acciones se hubieran mantenido en cartera 2 meses antes del reparto de dividendo, y permanecieran los dos meses siguientes. Esto motivaba a la recepción en efectivo de las operaciones de *scrip dividend*. Superando esa cantidad, se aplicaban los tipos impositivos correspondientes a la cantidad percibida.

Desde el 2014, por el contrario, se ha eliminado dicha exención y por tanto desde el primer euro de dividendo se aplica retención, aunque se redujeron los tipos respecto de los previstos en 2013 para las cantidades que sí tributaban. El Cuadro 6.1-1 resume esquemáticamente los cambios de los tipos impositivos desde el fin de la exención hasta el 31 de diciembre de 2016.

Al determinar las tres modalidades que ofrece la operación del *scrip dividend*, vimos que las consecuencias fiscales pueden ser distintas según lo que escoja el socio. Así, hasta el 31 de diciembre de 2016 si el socio decide ejercer sus derechos de asignación para suscribir gratuitamente acciones nuevas, la operación no tiene carga fiscal alguna mientras el socio no venda las acciones. Sin embargo, si opta por percibir dinero, la retención dependerá si:

- Vende sus derechos al mercado: hasta el 31 de diciembre de 2016 la fiscalidad se posponía hasta que se produjera la transmisión de las acciones que dieron origen a los derechos, y el efectivo recibido de la venta de los derechos en el mercado durante el período de negociación reducía el valor de adquisición de las acciones de las que aquéllos proceden. Si en el futuro se transmitieran las acciones, seguían la fiscalidad de cualquier otro título. La entrega de derechos en sí misma no está sometida a retención.
- Vende sus derechos a la propia compañía emisora: aunque no sea un dividendo efectivo propiamente dicho, tributa como tal por el IRPF (integra la Base Imponible del Ahorro) y seguirá las reglas previstas en el Cuadro 6.1-1 (año 2016). Además, el intermediario retenía el 19% del dinero en efectivo en el acto, como adelanto a cuenta.

Desde el 1 de enero de 2017 el régimen fiscal aplicable a los dividendos, y que afecta al *scrip*, consiste en extender las reglas de la venta de los derechos a la compañía también al mercado secundario, y por tanto ahora el diferimiento del pago sólo se produce si se ejercitan los derechos para suscribir nuevas acciones. Esto está siendo criticado por parte de la doctrina economista porque vulnera la libertad de decisión de los socios. Aunque siguen teniendo la última palabra en cuanto a sus decisiones de inversión, lo cierto es que penalizar fiscalmente todas las vías de recepción de dinero supone en cierta medida un “empuje” a participar en la ampliación de capital y suscribir acciones nuevas.

Con ello la única diferencia entre la venta a la empresa y la venta al mercado será la forma en que se realiza la operación y los agentes intervinientes: en el primer caso los derechos serán comprados por la propia empresa a un precio fijado previamente, y en el segundo se venderán los derechos al mejor postor de una negociación.

Al equiparar también la venta de los derechos al mercado a la fiscalidad propia de los dividendos en efectivo se está poniendo fin a las ventajas que suponía el *scrip dividend* respecto de aquéllos. Tan sólo se beneficiarían los socios que por sus buenas condiciones de liquidez no necesiten efectivo y acudan a suscribir acciones de la empresa emisora.

Por último, los tipos impositivos previstos para este año (2017), aplicables tanto en la venta de los derechos a la empresa emisora como en la venta al mercado, son: los primeros 6.000 euros anuales percibidos tributan al 19%, entre 6.000 y 50.000 euros al 21%, y el 23% para los dividendos que excedan de 50.000 euros. El importe neto que cobra el accionista se calcula restando del importe bruto la retención fiscal que corresponda (esos 19, 21 y 23%). Además, tanto en un caso como en otro, el intermediario aplica automáticamente la retención del 19% en concepto de adelanto a cuenta para la Agencia Tributaria por el IRPF.

El ejercicio de los derechos de asignación para suscribir acciones nuevas mantiene su régimen del año 2016, de manera que no se paga impuestos mientras no se vendan las acciones de las que proceden los títulos.

7. BANCO SANTANDER



El Banco Santander es una de las principales entidades financieras españolas, con una facturación resultante de 5.966 millones de euros en 2015²⁹ y 6.204 millones en 2016³⁰. En 2009 este banco fue el primero en utilizar la fórmula del *scrip dividend* para remunerar a sus accionistas cuando hasta entonces lo más habitual era el pago de dividendos en efectivo, como vimos en la evolución de la política de dividendos del epígrafe 4.

El sistema *scrip dividend* del Santander, en la actualidad, se conoce como Programa Santander Dividendo Elección (ver el Anexo II, Imagen 1).

La página web de la sociedad recoge la información necesaria para conocer cómo se lleva a cabo el reparto a través del *scrip dividend*, por el que sus socios pueden percibir su retribución en efectivo vendiendo los derechos de asignación que les correspondan o bien en acciones ejercitando dichos derechos. También pueden combinar ambas opciones (ejercer unos y vender

²⁹ El Mundo (2016): "El Banco Santander gana 5.966 millones de euros en 2015, un 3% más". Disponible en <http://www.elmundo.es/economia/2016/01/27/56a86b3922601d07188b4650.html> [Consulta: 19/01/2017].

³⁰ Expansión (2017): "El Santander gana 6.204 millones en 2016, un 4% más". Disponible en <http://www.expansion.com/empresas/banca/2017/01/25/58884a0bca4741770e8b4602.html> [Consulta: 17/02/2017].

otros). Se observa claramente la libertad del accionista para decidir según sus preferencias individuales. A día de hoy, el último pago de dividendos ha sido el realizado en febrero de 2017³¹, de acuerdo con el calendario publicado por la entidad. Se trata del tercer dividendo de los cuatro que reparte al año, y ha sido en efectivo a 5,5 céntimos por acción (sólo paga uno de cada cuatro vía *scrip dividends*, realizado en noviembre de 2016 a 4,5 cent/acción). El citado calendario recoge algunas fechas que resultan de especial interés, viendo el efecto de la denominada Reforma de la Compensación y Liquidación en España³² (reforma de la post-contratación) que entró en vigor el 27 de abril de 2016 (una segunda parte de esta misma reforma comenzará en septiembre de 2017). Debido a esta norma, el plazo de liquidación pasa de los 3 días fijados anteriormente a sólo 2, desde la fecha de contratación. En el pago de dividendos, antes bastaba con que el inversor tuviera las acciones de Santander como mínimo un día antes de la fecha del *scrip dividend* (fecha en la que se liquida el *scrip*) para recibir los derechos (con los que acudiría a la ampliación o los vendería para obtener dinero); y dichos derechos comenzarían a negociarse al día siguiente. Sin embargo, desde el 27 de abril de 2016 año el inversor tiene que tener las acciones al menos 3 días antes de la fecha del *scrip dividend*, pues la negociación de los derechos comienza dos días antes de la fecha del *scrip*: quien contrate, compre derechos, un día después de ese mínimo de 3 días previos (o sea, 2 días antes), ya no tendría derecho a participar del dividendo. Entendido esto, vemos cómo el Santander informó que, para el pago vía *scrip* del tercer dividendo que reparte, desde el 14 de octubre (fecha del acuerdo de ejecución del aumento de capital) al 17 de octubre (inclusive, *last trading date*³³) es el tiempo para obtener acciones que otorguen derechos de asignación gratuita. Si se adquirieron acciones después del 17 de octubre (*ex-date*³⁴), habrá que esperar al próximo periodo de

³¹ Banco Santander (2016): "Retribución: Información sobre Santander Dividendo Elección en España (octubre/noviembre 2016). Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion/Informacion-sobre-Santander-Dividendo-Eleccion-en-Espana-octubrenoviembre-2016.html [Consulta: 07/02/2017].

³² BOE (2015): Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Disponible en https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-11435

³³ El *Last Trading-Date* es la fecha hasta la cual se pueden negociar valores en el mercado con derecho a participar en un evento (en nuestro caso, el *scrip dividend*).

³⁴ *Ex-date* en el caso de Santander fue del 18 de octubre de 2016 en adelante.

liquidación³⁵. Pasado ese día, empezó el plazo de negociación de los derechos, hasta el 1 de noviembre. El pago para los accionistas que hubieran optado por efectivo se realizó el 3 de noviembre.

El pago por parte de la entidad se estructura en cuatro dividendos (Imagen 2 del Anexo II)³⁶:

- Un primer dividendo abonado en efectivo en agosto de 2016, a 5,5 céntimos/acción.
- Un segundo dividendo abonado en noviembre de 2016 vía scrip dividends, a 4,5 céntimos/acción. De acuerdo con los Hechos relevantes del calendario:
 - el 1 de noviembre Santander comienza a cumplir el compromiso de adquirir los derechos de asignación gratuita de los socios que deseen venderlos a la entidad.
 - el 3 de noviembre Santander abona los pagos a los socios que hubieran solicitado en tiempo la retribución en efectivo (el plazo finalizaba el 27 de octubre).
- Un tercer dividendo, de nuevo en efectivo, abonado en febrero de 2017, a 5,5 céntimos/acción. Por ahora ha sido el último pago realizado.
- Un cuarto y último pago previsto para abonar en efectivo en mayo de 2017, con un importe todavía pendiente de aprobación por el Consejo de Administración.

La rentabilidad por dividendo es bastante elevada llegando al 5,23%, superior al 4,9% promedio de las empresas cotizadas como decíamos en el epígrafe 4 al hablar del liderazgo del mercado español atendiendo a dicho ratio, con una retribución total esperada de 21 céntimos/acción.

Una particularidad de este banco es que sólo aplica la retención del 19% para el IRPF en los casos de venta de los derechos a la propia entidad, pero no

³⁵ Banco Santander (2016): "Hecho relevante" (calendario). Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion.html [Última consulta: 01/03/2017].

³⁶ Banco Santander (2016): "Retribución". Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion.html [Consulta: 01/03/2017].

al mercado, a diferencia de otras compañías cotizadas, como Iberdrola, que aplican la retención en ambos tipos de venta de los derechos.

Recuperando la Tabla 6-1, relativo al montante total de acciones que han optado a la *vía scrip dividends*, observamos que el Banco Santander destaca en esta modalidad en todos los períodos de pago, alcanzando en 2015 la cifra de 35.471.190.765 acciones optantes al *scrip* con una valoración final del pago por acción de 0,05 euros brutos a octubre de 2015. A finales de 2016 se situó en los 0,045 euros. La regla de asignación de derechos es la común en esta fórmula, un derecho por cada acción que se tenga, y para recibir una acción nueva en caso de que el socio acuda a la ampliación se deben tener 87 derechos.

Tomando como referencia el tercer dividendo del Santander, que es el que más interesa en nuestro análisis al tratarse de la fórmula del *scrip dividend*:

¿Qué puede hacer decidirse al accionista, entre recibir nuevas acciones o percibir dinero en efectivo vendiendo sus derechos de asignación? La respuesta no es sencilla en absoluto y dependerá de las preferencias del inversor y las imperfecciones que hacen que el mercado no sea perfecto. La vía de utilizar los derechos para recibir nuevas acciones no tiene carga fiscal y el Banco Santander no retiene nada, lo que supone una ventaja muy importante para decantarse por esta opción. La tabla anteriormente citada mostraba que en el Banco Santander la utilización del *scrip dividend* estaba siendo notablemente exitosa (máximo en 2014), aunque desde 2015 acompaña a la tendencia de recuperar el dividendo en efectivo frente a acciones nuevas. Si el mercado está al alza, y todo apunta a que las acciones del Santander pueden aumentar su cotización³⁷ (tendencia alcista) además de gozar con una de las mejores rentabilidades por acción (5,23%), a los socios les puede interesar vender los derechos en el mercado ya que se están revalorizando (por encima de los 0,045 euros citados), en lugar de vendérselos a Santander a un precio fijo (esto sería viable si los títulos cotizaran por debajo de 0,045).

³⁷ Diario Cinco Días (2016): “¿Por qué hay comprar acciones de Santander ahora?”. Disponible en http://cincodias.com/cincodias/2016/10/21/mercados/1477035618_963987.html [Consulta: 22/01/2017].

Sin embargo, las últimas propuestas fiscales de Hacienda para 2017 pueden revertir de nuevo la tendencia en contra del dividendo en efectivo, puesto que desde el 1 de enero tanto la venta de los derechos a la compañía como la venta al mercado tributarán por el IRPF igual que un dividendo, al tipo que corresponda según la cuantía, es decir, que se está “forzando” en definitiva al socio a escoger la participación en la ampliación si no quiere pagar retenciones a Hacienda, un hecho que como hemos visto está siendo bastante criticado porque la libertad del socio a elegir, idea primordial del *scrip dividend*, queda muy en entredicho.

¿Qué es mejor para la entidad? Una de las decisiones que puede incentivar a fomentar el programa de participación de sus socios en la ampliación de capital es que la empresa se recapitalizará y su salida de caja será menor. Si se reduce el número de accionistas que deciden ser retribuidos en dinero, lógicamente la tesorería de la compañía se ve favorecida al disminuir la salida de efectivo. Además, esto ayuda a fortalecer el balance de la entidad reduciendo su deuda de forma orgánica y así mejorar sus calificaciones crediticias. Así lo decidió el Santander en el año 2015 para evitar una excesiva dilución del accionariado al llevar a cabo una ampliación de capital de 7.500 millones de euros³⁸: modificó puntualmente su política de dividendos disminuyendo el pago de 0,60 euros por acción (totales, juntando los cuatro dividendos que paga) a solo 0,20. Esta es la valoración que actualmente tiene ($0,20/4 = 0,05$ euros por acción).

Por otro lado, es innegable la pérdida de fuerza del *scrip* en los dos últimos años. Con la progresiva recuperación económica parece que las compañías poco a poco retoman el tradicional pago de dividendos en dinero. El Banco Santander no está siendo una excepción aunque todavía continúa con la fórmula. La razón es que, como señalamos anteriormente, con el *scrip* la empresa mantiene un compromiso de pagar dividendos en el futuro, y las perspectivas auguran periodos de bonanza tras recuperar la senda de crecimiento trabada por la crisis financiera, por lo que se puede pronosticar que

³⁸ El País (2015): “El Santander amplía capital en 7.500 millones con un 10% de descuento”. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2015/01/08/actualidad/1420722080_380091.html [Consulta: 04/02/2017].

el flujo de tesorería derivado del reparto en efectivo volverá a ser más abundante. El obstáculo al dividendo en efectivo este año será el nuevo régimen fiscal, muy favorable a la decisión de recibir acciones, por lo que habrá que ir observando hasta qué punto ello puede influir en las preferencias de los inversores.

El reparto del Banco Santander en octubre/noviembre de 2016 vía *scrip* *dividends*: anuncio, decisiones y efectos sobre la cotización.

Se ha visto que el Banco Santander actualmente paga sólo un dividendo a través del *scrip*, concretamente entre los meses de octubre y noviembre. Como todavía no ha tenido lugar el *scrip* de 2017, debemos acudir al realizado el año pasado.

De acuerdo con su citado calendario de “Hechos relevantes”, el 14 de octubre del 2016 el Santander anunció el acuerdo adoptado en Junta de llevar a cabo una ampliación de capital liberada para efectuar el reparto mediante *scrip*. Informó asimismo que: se recibirá un derecho por cada acción de que se sea titular, y que se dispone de un plazo de 15 días naturales para negociar los derechos en Bolsa. Transcurrido el mismo, los derechos no vendidos se convierten automáticamente en acciones del Santander, en la proporción de 1 acción de nueva emisión por cada 87 derechos de asignación. El precio de compra fijo por el compromiso irrevocable del banco es de 0,045 euros brutos por cada derecho, obtenido de la división del *PreCot*³⁹ entre el número de derechos para cada acción nueva (87) más 1. Dicho precio sólo se extiende a los derechos asignados por el banco, no a los comprados en Bolsa. Por último, la asignación de derechos se hará a aquellos socios que dispongan de acciones del Santander no más tarde de las 23.59 horas del 17 de octubre (a partir de entonces serían *ex-date*)⁴⁰.

³⁹ Ya dijimos al estudiar las modalidades del *scrip* que el *PreCot* es el precio de referencia utilizado para calcular el precio unitario de compra del derecho, y fue de 3,973 euros, obtenido por un promedio.

⁴⁰ Bolsas y Mercados Españoles (2016): “Boletín Financiero: Hechos relevantes”. Disponible en <http://www.boletinfinanciero.es/empresa/111-banco-santandersa-8-otros-hechos-relevantes-30627-aumentos-y-reducciones-del-capital-social.html> [Última consulta: 28/02/2017].

El anuncio de reparto dio buenas señales al mercado de valores, como se aprecia en la Imagen 3 del Anexo II entre las primeras barras de color rojo (período del 14 al 31 de octubre), que muestran que en los días siguientes al anuncio el precio de cotización pasó de los 3,9 euros de media a situarse entre los 4,3 y 4,5 en la fecha de cierre.

Tras el periodo de negociación de los derechos en el mercado (hasta el 1 de noviembre), el 4 de noviembre el Santander publicó los resultados⁴¹: el 89,11% de los titulares de derechos de asignación gratuita acudieron a la ampliación para recibir acciones nuevas, mientras que el restante 10,89% decidió vender los derechos a la propia entidad emisora al precio fijado en 0,045 euros.

A la vista de los datos, el peso de quienes prefirieron acciones a dinero fue muy superior. La interpretación que puede darse es la siguiente:

- Acciones de nueva emisión (89,11%): las necesidades de liquidez de la mayoría de inversores no eran inmediatas, además de que confían en las perspectivas del Banco Santander y su capacidad de crecer y mantener sostenible un futuro dividendo en dinero. Además de la ventaja de no pagar ningún impuesto (ni IRPF, ni IS, ni IRNR) ni costes de transacción propios del mercado de valores. Ello hace que tampoco exista retención por parte de la entidad. A ello hay que sumar un porcentaje de socios que, ya sea por inmovilismo o por desconfianza en el mercado bursátil, no hizo nada con sus derechos y ello supone automáticamente la suscripción de acciones nuevas.
- Vendedores de derechos al Santander a precio fijo (10,89%): inversores con mayores necesidades de liquidez inmediata que, a pesar de la subida de cotización de las acciones, entendieron que los costes de transacción en Bolsa hacían que la rentabilidad de su cartera no mejorara, de modo que prefirieron vender los derechos a un precio fijo a la entidad financiera, a pesar de la retención que ésta aplica. Y lo hicieron a pesar de que en 2016 la venta en el mercado todavía existía el diferimiento de los tributos. El pago de estos

⁴¹ Bolsas y Mercados Españoles (2016): "Boletín Financiero: Hechos relevantes". Disponible en <http://www.boletinfinanciero.es/empresa/111-banco-santandersa-8-otros-hechos-relevantes-30934-aumentos-y-reducciones-del-capital-social.html> [Última consulta: 03/03/2017].

derechos se consolidó el 3 de noviembre. Los derechos adquiridos por el Santander fruto de ese compromiso fueron renunciados (borrados al no tener titular). En la Imagen 3 del Anexo II, entre las barras rojas del período de noviembre se observa que el precio de las acciones presentó hasta principios del mes siguiente (diciembre), picos de aumento y reducción, más o menos estables. Ello puede deberse al escaso número de accionistas que acudieron a negociar los derechos de asignación del Santander en Bolsa o por el propio reajuste que sufren los valores tras el anuncio del banco.

Actualmente la Bolsa está indicando buenos datos de expectativas de crecimiento futuro, pues en el caso del Santander la cotización desde el 1 de diciembre ha subido exponencialmente, situándose hoy en día entre los 5,1 y 5,3 euros. Los buenos resultados en ganancias del banco al cerrar 2016 favorecen esta situación, pudiendo hacer retornar el dividendo en efectivo para los cuatro periodos de dividendo (agosto, noviembre, febrero y mayo) en función del grado de repercusión de los cambios fiscales de este año sobre las preferencias de los socios.

8. CONCLUSIONES

Las finanzas corporativas son uno de los campos más importantes en el estudio de la empresa. Pese al cada vez más numeroso abanico de trabajos es una materia de la que queda bastante por comprender. Dentro de ella los dividendos siguen siendo objeto de un gran número de investigaciones empíricas que buscan demostrar la conexión de aquéllos con la creación de valor en la empresa. Modigliani y Miller (1961) marcaron un antes y un después en la forma de pensar las finanzas, proporcionando un modelo por el que la política de dividendos resulta irrelevante en el valor empresaria. Sus estudios parten de unas condiciones de mercado perfecto y eficiente: ni impuestos ni costes de transacción, simetría informativa, agentes racionales,..., cuando la realidad es bastante distinta, pero ha sido gracias a su trabajo por la que hoy en día podemos entender mejor la existencia imperfecciones que hacen que los dividendos sí influyen en el valor.

El pago de los dividendos puede adoptar numerosas formas, unas más conocidas y otras menos. A lo largo del presente trabajo se ha analizado una de las fórmulas más destacables y utilizadas en los últimos años: el *scrip dividend*.

El *scrip* proporciona libertad al accionista para elegir en función de sus preferencias, yendo un paso más allá que el dividendo en efectivo. Pero también ha sido una solución a los problemas de liquidez de las empresas durante la crisis, al reducir la salida de dinero que supone pagar los dividendos tradicionales. Según sus preferencias y necesidades de liquidez inmediata, los inversores que sean remunerados a través del *scrip dividend* pueden elegir entre tres alternativas (que a su vez pueden combinar entre sí): recibir acciones nuevas o vender los derechos que dan lugar a aquéllas. Los distintos tratamientos fiscales, gastos de negociación, de emisión de valores, honorarios y retenciones por parte de la entidad también influirán en la decisión de los socios de cara a maximizar la rentabilidad de su cartera. La empresa, por su parte, garantiza el reparto e incluso asume un compromiso de pagar por los derechos a un precio fijo.

Los dividendos también asumen el papel de instrumento de control y forma de evitar costes de agencia y sobreinversiones por parte de la directiva de la empresa. El exceso de tesorería que puede acumular una compañía madura con altas ganancias debe ser tratado con cautela y favorecer el reparto, no la inversión sesgada por parte del gestor en operaciones no rentables.

Nuestro análisis de la situación del Banco Santander muestra cómo las empresas cotizadas, especialmente las entidades financieras, se han mostrado reticentes a dejar de efectuar el reparto de dividendos incluso en los momentos más delicados de la economía, pues su calidad de “señal” al mercado secundario es un reflejo del rendimiento futuro de la empresa y su capacidad para sostener las rentas del accionista. El optimismo por un crecimiento continuado en los próximos años puede hacer retornar el papel del dividendo tradicional en dinero en perjuicio de los *scrip dividends*, puesto que las empresas no se verán tan necesitadas de reforzar su capital, pero habrá que atender a los señalados cambios fiscales de este 2017, pues muestran un

indudable favoritismo por la participación en la ampliación de capital y la recepción de acciones de nueva emisión. La última palabra, en todo caso, corresponde al inversor, pero si se traban en exceso dos de las tres alternativas que posee para ser pagado, lógicamente se deduce que esa “libertad” para decidir está siendo sesgada.

9. BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES

Alonso Ureba, A., Roncero Sánchez, A. y Roncero Sánchez, A. (2013): “Los programas de remuneración del accionista vinculados a la entrega de acciones (scrip dividends) y el cómputo del dividendo mínimo como presupuesto de la retribución de los administradores basada en beneficios”, *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 41, pp. 383-396.

Aragón Tardón, S. (2013): “Singularidades de los scrip dividends como nueva tendencia de retribución a los accionistas”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 13, pp. 123-140.

Azofra Palenzuela, V. (1986): “Las decisiones de distribución de dividendos en la gran empresa española: sus variables determinantes”, *Anales de estudios económicos y empresariales*, nº 1, pp. 257-274.

Azofra Palenzuela, V. y De la Fuente Herrero, G. (2008): “La huella indeleble de Modigliani y Miller: MM (1958-2008)”, *Boletín de Estudios Económicos*, Vol. 63, nº 194, pp. 373-401.

Benartzi, S., Michaely, R. y Thaler, R. (1997): “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, nº 3, pp. 1007-1034.

Berk, J. y DeMarzo, P. (2008): *Finanzas Corporativas*. Pearson Educación, México.

Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2015): *Principios de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill, ed. 11ª, México.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2006): “The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, nº2, pp. 293-315.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2007): “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, nº 1, pp. 11-27.

DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2008): "Reply to: Dividend Policy: Reconciling DD with MM", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, nº 2, pp. 532-533.

Denis, D.J. y Osobov, I. (2008): "Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 62-82.

Fama, E.F. y French, K.R. (2001): "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, nº 3, pp. 3-43.

Fisher, I. (1930): *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. Macmillan, Nueva York. Disponible también online en http://files.libertyfund.org/files/1416/Fisher_0219.pdf [Consulta: 11/01/2017].

Floyd, E., Li, N. y Skinner, D.J. (2015): "Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, nº 2, pp. 299-316.

Gutiérrez Urtiaga, M. y Sáez Lacave, M.I. (2014): "La política de dividendos de las empresas con accionistas de control", *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, nº 3, pp. 1-27.

Iribarren Blanco, M. (2012): "Los dividendos electivos o scrip dividends", *Revista de Derecho Mercantil*, nº 284, pp. 141-180.

Handley, J.C. (2008): "Dividend Policy: Reconciling DD with MM", *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, nº 2, pp. 528-531.

Lintner, J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *The American Economic Review*, Vol. 46, nº 2, pp. 97-113.

Menéndez Plans, C. y Guerrero Boned, S. (1994): "La controversia sobre la política de dividendos: revisión y síntesis", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 24, nº 80, pp. 793-816.

Miller, M.H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *The Journal of Business*, Vol. 34, nº 4, pp. 411-433.

Miller, M.H. y Rock, K. (1985): "Dividend Policy under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, Vol. 40, nº 4, pp. 1031-1051.

Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, nº 3, pp. 261-297.

Ofer, A.R. y Thakor, A.V. (1987): "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 42, nº 2, pp. 365-394.

Silva Sánchez, M.J. y Sampedro Sastre, J.M. (2012): "Análisis y crítica del artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital", *Diario de la Ley*, nº 7844.

RECURSOS ELECTRÓNICOS

Ansotegui, C. (2013): "Dividendos: la óptica de finanzas corporativas", Bolsas y Mercados Españoles. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4765_Dividendos_la_%C3%B3ptica_de_finanzas_corporativas [Última consulta: 02/03/2017].

Banco de España (2013): "Comunicación del Banco de España sobre la política de distribución de dividendos de las entidades de crédito". Disponible en http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/13/Arc/fic/presbe2013_33.pdf [Consulta: 18/01/2017].

Banco de España (2014): "Comunicación del Banco de España sobre la política de dividendos de las entidades de crédito en 2014". Disponible en ["http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf](http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_8.pdf) [Consulta: 18/01/2017].

Banco Santander (2016): "Hecho relevante" (calendario). Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion.html [Consulta: 01/03/2017].

Banco Santander (2016): "Retribución: Información sobre Santander Dividendo Elección en España (octubre/noviembre 2016). Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion/Informacion-sobre-Santander-Dividendo-Eleccion-en-Espana-octubrenoviembre-2016.html [Consulta: 01/03/2017].

Bolsas y Mercados Españoles (2013): "Fórmulas de remuneración al accionista. Significado, implicaciones fiscales, contables y ejemplos".

Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribucion%20Accionistas%206.2013.pdf/F%20C3%B3rmulas_de_remuneracion%20al_accionista_Significado_implicaciones_fiscales_contables_y_ejemplos [Última consulta: 20/02/2017].

Bolsas y Mercados Españoles (2016): “Boletín Financiero: Hechos relevantes”. Disponible en <http://www.boletinformanciero.es/empresa/111-banco-santandersa-8-otros-hechos-relevantes-30627-aumentos-y-reducciones-del-capital-social.html> [Última consulta: 03/03/2017].

Bolsas y Mercados Españoles (2016): “Informe Mercado 2016”. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2016/esp/InformeMercado2016.pdf>

Bolsas y Mercados Españoles (2016): “La rentabilidad por dividendo de la Bolsa española por encima del 5%”. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5180_La_rentabilidad_por_dividendo_de_la_Bolsa_espa%C3%B1ola_por_encima_del_5 [Consulta: 22/12/2016].

Diario Cinco Días (2016): “¿Por qué hay comprar acciones de Santander ahora?”. Disponible en http://cincodias.com/cincodias/2016/10/21/mercados/1477035618_963987.html [Consulta: 22/01/2017].

EIEconomista.es (2013): “Repsol garantiza el dividendo pese a las pérdidas que registrará por YPF”. Disponible en <http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/5364404/12/13/Repsol-garantiza-el-dividendo-pese-a-las-perdidas-que-registrara-por-YPF.html> [Consulta: 15/01/2017].

El Mundo (2016): “El Banco Santander gana 5.966 millones de euros en 2015, un 3% más”. Disponible en <http://www.elmundo.es/economia/2016/01/27/56a86b3922601d07188b4650.html> [Consulta: 19/01/2017].

El País (2015): “El Santander amplía capital en 7.500 millones con un 10% de descuento”. Disponible en http://economia.elpais.com/economia/2015/01/08/actualidad/1420722080_380091.html [Consulta: 04/02/2017].

Expansión (2017): “El Santander gana 6.204 millones en 2016, un 4% más”. Disponible en <http://www.expansion.com/empresas/banca/2017/01/25/58884a0bca4741770e8b4602.html> [Consulta: 17/02/2017].

García Lapuente, A. y de la Serna, M. (2014): “Suspensión temporal de la aplicación del artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital”, *Asociación Empresa familiar de Aragón*. Disponible en <http://www.aefaragon.es/node/113> [Consulta: 23/12/2016].

NORMATIVA CONSULTADA

BOE (1989): Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1989-30361> [Consulta: 12/11/2016]. [Disposición actualmente derogada].

BOE (2006): Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de los no Residentes y sobre el Patrimonio.

Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2006-20764> [Consulta: 08/01/2017].

BOE (2010): Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> [Consulta: 12/11/2016].

BOE (2015): Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-5744#dfprimera> [Consulta: 14/11/2016].

BOE (2015): Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-8147> [Consulta: 12/11/2016].

BOE (2015): Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de Ley del Mercado de Valores. Disponible en

https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-11435 [Consulta: 20/02/2017].

10. ANEXOS

ANEXO I: las 19 fórmulas de remuneración al accionista

TIPO DE REMUNERACION	CARACTERISTICAS		
	TIPO DE PAGO	ORIGEN DEL PAGO	OBSERVACIONES
1.- Dividendo en efectivo con cargo a resultados del ejercicio	Efectivo	Resultado del ejercicio	Los accionistas reciben una determinada cantidad en efectivo como consecuencia de una parte del beneficio generado en el ejercicio.
2.- Dividendo en efectivo con cargo a reservas de libre disposición	Efectivo	Reservas de libre disposición	La empresa reparte entre sus accionistas reservas de libre disposición que figuran en su balance y les paga en efectivo determinada cuantía por acción.
3.- Dividendo elección (scrip dividend) con suscripción de acciones	Acciones	Reservas de libre disposición	Los accionistas reciben tantos derechos como acciones posean ya que cada acción otorgada a su poseedor una derecho de asignación gratuita.
4.- Dividendo elección (scrip dividend) con venta de derechos en el mercado	Derechos	Reservas de libre disposición	Los accionistas reciben tantos derechos de asignación como acciones posean ya que cada acción otorga a su poseedor un derecho de asignación gratuita.
5.- Dividendo elección (scrip dividend) con venta de derechos a la empresa.	Efectivo	Reservas de libre disposición	La compañía que pone en marcha el programa de remuneración en forma de scrip dividend asume el compromiso irrevocable de comprar los derechos de asignación gratuita a un precio determinado que se establece y publica antes del inicio de la ampliación de capital.
6.- Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones procedentes de autocartera o adquiridas en el mercado	Efectivo	Resultados del ejercicio	La empresa pone en marcha un plan de reinversión de dividendo. El accionista que lo desee puede reinvertir, en determinadas condiciones, el dividendo cobrado en acciones ya emitidas de la compañía.
7.- Dividendo en efectivo con cargo a resultados con opción de reinversión en acciones nuevas	Efectivo	Resultados del ejercicio	El Consejo de Administración, en virtud de la autorización por la Junta de Accionistas, acuerda el reparto de un dividendo y al mismo tiempo toma la decisión de realizar una ampliación de capital convergente con el citado pago.
8.- Reducción de capital mediante reducción de nominal con devolución de aportaciones.	Efectivo	Beneficios no distribuidos o aportaciones	Una vez cumplidos los requisitos legales establecidos, la compañía procede a la reducción del valor nominal unitario de las acciones y hace entrega a los accionistas de una determinada cantidad de dinero en efectivo en concepto de devolución de aportaciones.

9.- Reducción de capital mediante amortización de acciones de la autocartera			La empresa toma el acuerdo de reducir el capital social mediante la amortización de un determinado número de acciones que se han adquirido previamente. La retribución al accionista vendría a través de las ganancias de capital fruto de la revalorización de las acciones consecuencia de las compras en el mercado y de la reducción del número de títulos en circulación.
10.- Reparto de reservas de libre disposición mediante la entrega de acciones de otras empresas cotizadas o no cotizadas	Acciones	Reservas de libre disposición	La sociedad hace entrega a los accionistas de una determinada cantidad de acciones de otra compañía, siendo la contrapartida la cuenta de reservas de libre disposición.
11.- Devolver la prima de emisión mediante entrega de acciones de otras empresas cotizadas o no cotizadas	Acciones	Prima de Emisión	Los accionistas reciben una parte de los que en su día aportaron a la compañía y la operación de instrumenta mediante la entrega de acciones de alguna sociedad, siendo la contrapartida la reserva por prima de emisión
12.- Devolver la prima de emisión mediante el pago en efectivo	Efectivo	Prima de Emisión	Los accionistas reciben una parte de los que en su día aportaron a la compañía y la operación de instrumenta mediante un pago en efectivo por cada acción. La cantidad efectiva percibida por cada uno de ellos se obtiene multiplicando la devolución unitaria por el número de acciones de posea.
13.- Devolver reservas de libre disposición mediante entrega de acciones de la autocartera	Acciones	Reservas de libre disposición	La sociedad hace entrega a los accionistas de una determinada cantidad de acciones propias de la sociedad siendo la contrapartida la cuenta de reservas de libre disposición.
14.- Devolver la prima de emisión mediante entrega de acciones procedentes de la autocartera.	Acciones	Prima de emisión	Los accionistas reciben una parte de lo que en su día aportaron a la compañía. La operación de instrumenta mediante la entrega a los accionistas de una determinada cantidad de acciones propias siendo la contrapartida la cuenta de reserva por prima de emisión.
15.- Ampliar capital mediante la emisión de acciones liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión	Acciones	Reservas / Prima de emisión	Aprobadas las condiciones de la ampliación de capital, los accionistas disponen de tantos derechos de asignación como acciones posean Los derechos son negociados en el mercado bursátil .
16.- Ampliar capital mediante la emisión de acciones parcialmente liberadas con cargo tanto a reservas como a prima de emisión.	Acciones	Prima de emisión	Igual que el anterior, pero el accionista tiene varias posibilidades: <ul style="list-style-type: none"> - Vender todos los derechos y obtener efectivo. - Vender parte de los derechos y utilizar el resto para suscribir acciones procedentes de la ampliación de capital.

17.- Entrega de la prima de asistencia a Junta.	Efectivo	Prima de asistencia a Juntas	Los asistentes a la Junta General reciben una determinada cantidad en efectivo o cada acción que posean.
18.- Dividendo a elegir, en efectivo o en acciones de otra sociedad, con cargo a resultados del ejercicio	Efectivo o Acciones	Resultados del ejercicio	Los accionistas pueden cobrar de dos formas: <ul style="list-style-type: none"> - En efectivo: la cantidad se obtiene multiplicando el importe bruto repartido entre el número de acciones que posea. - En acciones: recibirá una acción por cada X acciones que posea
19.- Retribución a elegir: en efectivo con cargo a reservas voluntarias o en acciones propias con cargo a reservas por prima de emisión.	Efectivo o Acciones	Reservas o prima de Emisión	Los accionistas pueden cobrar de dos formas: <ul style="list-style-type: none"> - En efectivo con cargo a reservas voluntarias: la cantidad se obtiene multiplicando el importe bruto repartido entre el número de acciones que posea. - En acciones con cargo a reserva por prima de emisión: recibirá una acción por cada X acciones que posea.

Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Bolsas y Mercados Españoles.

Disponible en: [http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas de remuneraci%C3%B3n al accionista Significado implicaciones fiscales contables y ejemplos](http://www.bolsasymercados.es/esp/Sala-Comunicacion/Documento-Interes/20130618/Informe%20completo%20Retribuci%C3%B3n%20Accionistas%206.2013.pdf/F%C3%B3rmulas%20de%20remuneraci%C3%B3n%20al%20accionista%20Significado%20implicaciones%20fiscales%20contables%20y%20ejemplos)

ANEXO II: Banco Santander

Imagen 1: "Programa Santander Dividendo Elección"

SANTANDER **DIVIDENDO ELECCIÓN**

Yo soy accionista, yo elijo*

El programa Santander Dividendo Elección le permite elegir la forma de recibir el importe equivalente al segundo dividendo a cuenta del ejercicio 2016 de sus acciones Santander

De esta forma, en octubre de 2016 podrá escoger entre las siguientes opciones**:



- En efectivo, por un importe fijo mediante la venta de sus derechos al Banco***
- En efectivo, por el importe de vender en el mercado sus derechos al precio al que coticen en el momento de la venta.
- En acciones del Banco, que recibirán gratuitamente.

A falta de instrucciones, resultará aplicable la última opción.

*Banco Santander llevará a cabo una ampliación de capital liberada y el accionista recibirá automáticamente y gratuitamente derechos de asignación.

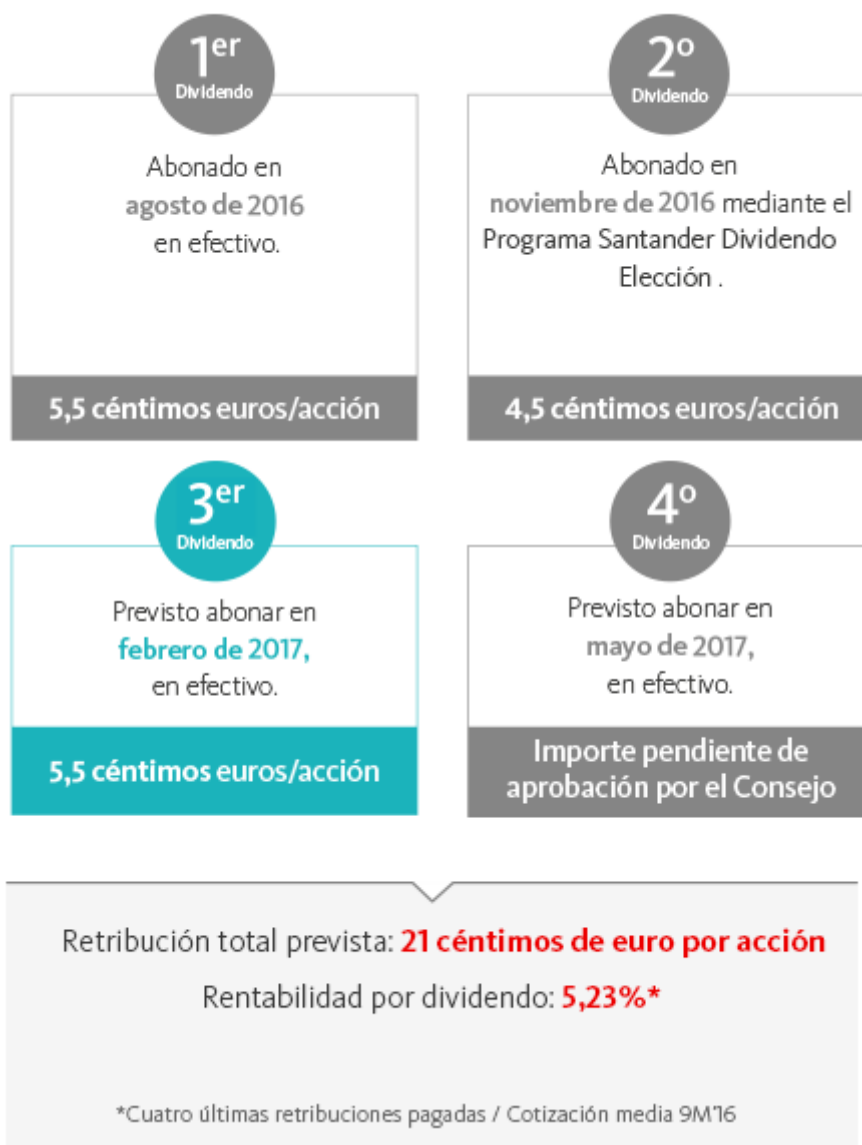
**Los accionistas deberán consultar a su asesor sobre la fiscalidad de las distintas opciones atendiendo a sus circunstancias personales.

***Solo los derechos recibidos gratuitamente por los accionistas (1 por cada acción que tengan el 17 de octubre) podrán ser vendidos al Santander para recibir efectivo, pero no los comprados en el mercado. Quienes compren derechos en el mercado no podrán venderlos al Santander.



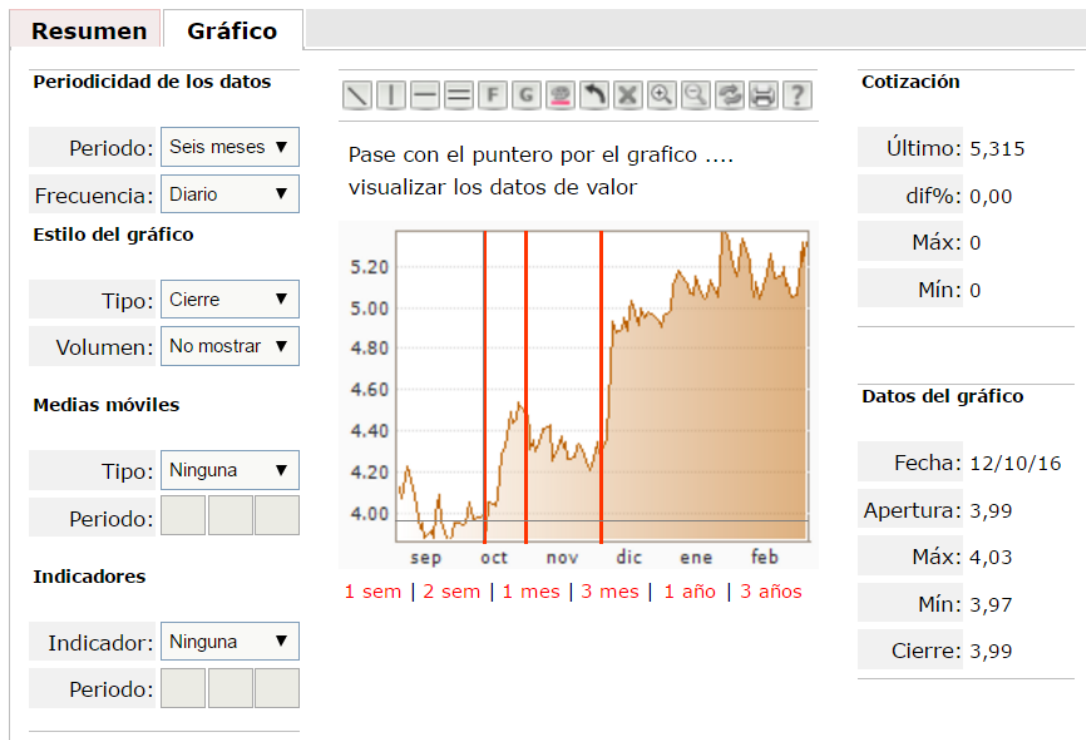
Fuente: Banco Santander (2016): "Dividendos: Folleto". Disponible en http://www.santander.com/csgs/StaticBS?blobcol=urldata&blobheadername1=content-type&blobheadername2=Content-Disposition&blobheadername3=appID&blobheadervalue1=application%2Fpdf&blobheadervalue2=inline%3Bfilename%3D562%5C632%5CFolleto+A4+SP_oct_fin.pdf&blobheadervalue3=santander.wc.CFWCSan.comQP01&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1278725894435&ssbinary=true

Imagen 2: Los cuatro dividendos del Banco Santander



Fuente: Banco Santander (2016): "Retribución". Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-Accion/Retribucion.html

Imagen 3: La cotización de acciones del Santander (septiembre 2016 – febrero 2017).



Fuente: Banco Santander (2016): "Cotización". Disponible en http://www.santander.com/csgs/Satellite/CFWCSancomQP01/es_ES/Corporativo/Accionistas-e-Inversores/La-accion-Santander/Cotizacion.html